SECURITY ANALYSIS



本杰明·格雷厄姆
戴维·多德

投资者的《圣经》

# 证券分析

海南出版社
湘财证券有限责任公司

VISIT…

LANZAROTE Caliente.com

# 《证券分析》

（美）格雷厄姆-著

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩现在倍受青睐者，将来却可能日渐衰朽

—贺拉斯《诗艺》

# 致读者

本书旨在满足那些对证券价值怀有浓厚兴趣的读者的需要，但不一定适用于初人此道的新手，因为作者假定读者对金融术语和简单的概念有一定了解。本书涉及的范围并不局限于标题所示，其内容不仅包括了对单个证券的分析方法，还包括选择和持有证券的一般理论。因此本书的重点在于阐述如何区分投资和投机，如何确立稳健而可行的安全性检验，以及如何理解普通股股东及高级证券投资者的权利和利益。

在分配各部分内容的篇幅时，作者主要考虑了内容的相对重要性这个因素，当然这并不是唯一的考虑因素。有一些非常重要的内容，比如如何研判一家企业的发展前景，但在本书中涉及不多，因为作者认为关于这一主题鲜有真正有价值的内容可言。另有一些题目被一笔带过，因为读者对这些话题已经耳熟能详。相反，作者在本书中给予重点阐述的关于如何发现“廉价证券”(bar-gainissues)的技巧，显然超过了它在整个投资领域中所占有的相对重要性，因为正是在这一特定的方法上，证券分析家们成果累累。出于同样的考虑，作者在关于一些附权高级证券(可转换债券等)的特点方面也花费了较多的笔墨，因为当前一般的教材中对这些内容涉

及甚少，而实际上在近几年中复杂券种的发展势头非常强劲。

但是作者撰写本书的主要目的是使之成为一部批判性的而不是描述性的作品。作者主要关注的是那些概念、方法、标准和准则，特别是其中的逻辑关系。我们不是为理论而理论，而是强调它的实用价值。作者尽量避免引人过于严格以致难以遵循的指示性标准，和那些事倍功半的技术方法。

本书的主要问题是关于未来的—将近期的和先前的截然不同的经验，综合成一种能经受不可预测的未来考验的理论。当作者在创作本书时，不得不向一种被广泛接受的论调挑战，那就是金融危机永无尽头;而当本书付诸出版时，我们又在投资者身上看到了那古老的顽症—“钱烧口袋漏，一有就不留”。但是，正是那些保守的投资者才最应该被不断地提醒，吸取1931一1933年及以前金融市场崩溃的教训。对于我们所谓的“固定价值投资品”，只有当投资者以斯宾诺沙所说的那种“居安思危”的态度去挑选它们时，他们才可能作出稳健的选择。对于其他类型的证券投资，我们始终劝戒读者不要过分重视表面和暂时的现象。在华尔街上20年的摸爬滚打使作者明白，这种过分强调既是金融世界中的幻觉，又是金融世界中的大敌。

我们在此诚挚地向朋友们表示感谢，他们给我

们以鼓励和帮助，使我们能完成这部作品。

本杰明·格雷厄姆
大卫·L-多德
纽约州，纽约市
1934年5月

## • 导言

近期金融历史对投资者与投机者的意义

1927年到1933年这一时期的特征—1927年到1933年间发生的经济事件，不只是人们熟知的商业和股票市场周期的简单重演。从附表中自1897年以来的道琼斯工业股票平均值可以看出，这一轮上涨和随之而来的下跌完全是史无前例的。它们就象在微波中涌起的巨浪一样，与一贯的市场走势大相径庭，所以也必然是有其特殊的原因和影响。

目前，任何一种对金融原理或方法的考察都必须首先认识到我们近期金融历史的独特性质，也必须面对和回答它向我们提出的许多新的问题。为简明起见，我们把这些问题分成下列四组，它们分别与下述因素有关:

1.投机

2.投资

A.债券与优先股投资

B.普通股投资

3.投资银行与公众的关系

4.金融中的人性因素投机

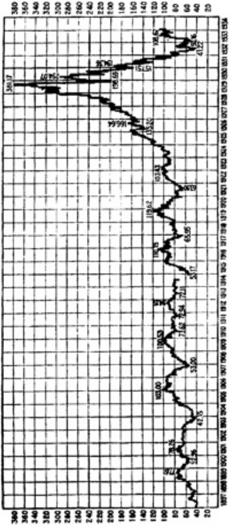
投机

很难说我们从过去的六年中学到了多少关于投机的新内容。尽管上一轮牛市和熊市的规模和持续时间都是史无前例的，但是从本质上看，投机者在这一段时期内的经历与在从前的市场周期中的经历并无区别。无论从其它角度来观察，这一段时期显得有多么的特殊，但从投机者的立场来看，华尔街倒是应了那句法国格言“万变不离其宗”。巨大的利润变成惨重的亏损;新的理论在建立之后又被推翻;紧随着人们的喜悦而来的却是绝望;所有的一切都与历史上曾发生过的轮回是如此一致。几乎不言自喻的是，从大股灾的废墟中将酝酿出获取巨额投机收益的新机会。而我们似乎仍然有理由相信那些古老的投机格言:“对于投机者来说，懂得何时买卖要比懂得买卖什么更重要”;以及“亏损的投机者要比获利的投机者要多几乎是一个数学定律”。

关于投资的新问题

在投资界中，1927年以来的经历引起了新的、令人困扰的问题。在这些问题中，最容易对付的是“投资”概念的滥用，以至于连最大胆，最无序的投机都成了投资。如果我们在投资中遇到的麻烦仅限于此，那倒是很容易解决的了——只要我们能够

重新拾起那些古老的、是非分明地区分投机与投资的标准就可以了。但是，实际中的问题要比字面上的定义复杂得多。困难并不来自于以投资之名行投机之实而遭遇亏损的行为，而是来自这样的现象——即使是按历经考验证明有效的法则进行的投资，也仍然出现了亏损。不是股票市场涨落而是债券市场的一蹶不振(见表B)构成了近期金融历史的真正令人瞩目的新特征——至少从投资理论和操作的观点来看是这样。从1928年以来，即使是很保守的投资者仍然遭到了损失，于是就产生了一个严重的问题:稳健和令人满意的投资是不是存在?它还带来了另一个问题:投资银行的操作和信誉是否还值得投资者信赖?




表A－1897年－1934年道琼斯工业股票平均值(月最高与月最低收盘价平均值)

从1914年以来债券持有人的不快经历——自从第一次世界大战爆发以来，总的来说，债券投资者的业绩并不令人满意。所以在1928年以前，人们达成了一项共识:债券未给投资者提供足够的保护，以作为其放弃利润要求权的补偿。由于各国支付巨额战争费用和战后的通货膨胀与经济萧条，从1917年到1920年，所有的债券价格都有巨幅下跌，其后的价格上升也让人失望，主要是因为先前的大多数债券投资都流向了铁路领域。在许多工业公司大有起色的时期，这些债券发行人的信誉总体而言却在走下坡路。在1919至1922年间，由于收费相对缺乏弹性，就连公用事业的债券亦受到战后经营成本上升的不利影响。而在另一方面，大量工业企业的债券迅速上市也造成了负面的效果，它们中的一些不仅没能得到发展，甚至陷入了困境。工业企业债券的

买主发现自己正处于一个尴尬的境地，即使企业大有起色，也只不过是略有盈利;而更经常的却是由于企业的失败而亏损累累。

这种经历自然而然地使债券投资者转变了观念，把普通股当作了投资的首选工具——这种观念只在一定的条件下才有真正的意义，但不可避免地要被误用，而且误用的后果非常惨痛。如今，把普通股当作长期投资手段的想法虽然遭到批驳，但债券已没有了昔日的辉煌，而债券投资人近年来受的创伤恐怕一时也难弥合。如果我们观察一下自1927年以来的债券价格记录(表B)，并以此作为推测未来走势的指标，所能得出的结论是:以前人们所认为的稳健投资—以接近面值的价格购买债券—已经不复存在。尽管有一批债券的价格和质量在这段时期内没有过多的下降，但这些债券的数量实在是太少了—而且它们的优势也并不突出。所以所谓精心挑选投资工具就能规避风险的说法看来是站不住脚的。债券总体上的价格下跌，部分原因是由于投资者信心不足，另一部分原因是由于银行为了保持流动性而不计代价地大量抛售债券。除了这些暂时的和心理的因素，许多个别案例也反映出了一个不可否认的趋势:投资的安全性成了问题。

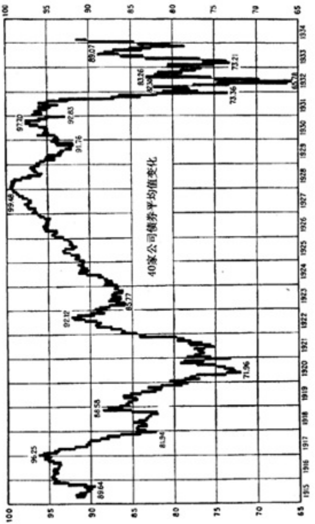
所谓优良的债券具有一定的抗跌性的理论遭到了抨击。以前被认为足以经受任何可能发生的收益

减少的安全边际标准，结果却证明是不够的;一些曾被认为是能够经受考验的企业却无力支付固定的利息。如果我们以最近的经历做参考而制定投资策略，那可能就只能建议人们放弃任何价值有限的证券投资(短期政府债券除外)，而把债券和股票都当作投机的工具，而且只有那些知道自己是在投机、并且能够承担投机风险的人才能参与。

1927年到1933年期间是一个极端的检验—然而，我们并不承认1927年到1933年的经历可以成为指导未来的教条。在这段时期中，投机行为是如此地动荡不定，我们不能相信这就是市场今后的发展趋势。也就是说，我们更应该把这段时期作为类似于南海泡沫泉的经济现象或其他孤立事件，而不是未来的典型的投机周期模式。作为一种投机经历，近期的周期与以前有质的不同，而不是量的不同。但是就其对投资行为的影响来说，它却具有其特殊性，似乎不具有重复性。

南海泡沫:1720年，英国南海公司在南美进行的股票投机骗局。

**编注**


40家公司债券平均值变化
100
95
90
85
80
75
70
65
1915
1916
1917
1918
1919
1920
1921
1922
1923
1924
1925
1926
1927
1928
1929
1930
1931
1932
1933
1934

表B－道琼斯债券平均值

于是，我们可以这样认为，过去的六年，对于债券投资来说是一次不寻常的检验，其强度将是后无来者的。所以债券投资并不是绝无希望了，从这场检验中学到的如何挑选债券的教训，可能会使我们在未来的岁月里受益。这些教训要求我们比以往更为严格地坚持两方面的安全标准:关于债券内在稳健性和稳定性(由企业的性质、相对规模、管理情况和信誉决定)的标准，以及关于足够保障倍数(表现为企业在相当一段时期内的实际收益，以及足够的低级权益)的标准。严格执行这些标准会使得能被认为是稳健投资工具的新发债券数量大大减少，但是，人们仍应该有信心认为债券投资可以有所作为。

关于选择债券的教育依然有用——对某些人而言，这样一个结论似乎过于乐观，其实是否如此倒

无关大局。即使经过很长时间的验证，发现债券投资根本是无利可图的，投资银行仍然会继续发行债券，而公众也仍然会购买债券——就象人们明知大多数投机者是赔钱的，但仍一如既往地参与投机一样。而且即使最终证明无利可图，债券购买者投资于债券，而不是承担股票投机交易所固有的巨额亏损的风险，很可能也是更为明智的。所以，哪怕悲观地说，最终出现一定数目的净亏损在所难免，对公众进行谨慎选择稳健债券的教育还是非常有意义的。

正当我们撰写这篇导言时，高级债券的投资者又在面临新的危机，通货膨胀和货币贬值将吞噬掉他们的利息甚至本金。但无论这场危机如何严重，呈现出的问题归根结底具有暂时的特点。它不仅与债券作为投资渠道的价值有关，而且关系到货币价值本身。一旦货币的价值最终得以固定，无论是固定在哪一个水平，这个问题就已经终结。举例来说，德国的通货膨胀曾经将战前的德国债券价值一扫而光，但对德国债券投资的理论并无永久的影响。法郎贬值80%以后也发生了相似的情况，一旦货币价值得以确定，债券投资便立刻恢复，而且挑选优秀债券的标准和方法都与货币贬值以前相同，没有变动。

显然，当货币处于贬值期间时，拥有有形资产

要比持有货币更有优势，但这项优势在货币价值确定下来的一刻起即告消失。同样的原理也适用于债券。

被误用的普通股投资原理——投资普通股票似乎要比投资债券更值得怀疑，不仅是普通股作为最佳的长期投资工具的定律已经不复存在，而且连象劳伦斯·张伯伦这样的权威人物都认为所有的股票从其本质而言均不可避免地具有投机性。因此，对他而言，近年来的教训是，债券是唯一的稳健投资工具。这个结论将在本书"投资与投机"一章中加以考察。在此，我们只想说明，近年来普通股市场的"疯狂状态"实际是稳健原则被严重误用的结果。我们从市场中学到的关于人的本性的内容要比股票的本性的内容丰富得多。在"新时期"到来之前，挑选普通股进行投资而不是投机是非常有原则可循的。笼统地说，适用于投资的股票在安全性和稳定性方面应该不亚于债券。能经受这种挑选的股票往往具有良好的表现，而且更有债券所不具备的升值可能。

投资普通股并不是一无是处—在我们看来，1928年到1933年的动荡对这一论断的打击要小于对投资性债券的打击。当然，这些经历也说明，一些稳健股票的盈利能力可能大打折扣，而且就"稳健债券"和"稳健股票"这两个群体而言，后者所受的损失

要更为严重。

但是，如果有人能够严格遵循古老的普通股投资准则，那就会在牛市开始时抛出股票，然后独树一帜地远离市场，直到1929年股市崩溃，价格相对于盈利能力和其它因素而言又具备了投资价值时再重返市场。从事后看，这样做无疑也会因购买过早而蒙受损失，但只要能够依照那些古老而保守的普通股投资准则行事，那么他获得的获利机会足以弥补承担的风险——这个优势却是一般的债券投资者所没有的。这些投资准则的最大弱势是:在1928年和1929年投机盛行的大环境里，要想严格遵循它们具有一定的困难。但在如今市场震动幅度趋小的状态下，谨慎分析之后进行的保守的分散化普通股投资还是能够产生令人满意的效果的。

投资银行标准降低

我们的第三个问题与投资银行的地位及公众应对它们采取的态度有关。直到近年来，多数投资银行都能成功地将两个冲突的目标——维护客户的利益和为自己创利——统一起来。无论是从商业的原因或是凭着良心，公众的利益都能得到保证，因为公司的信誉和持续发展取决于出售产品的质量。于是投资银行自认为而且也被认为是与客户之间保持“半信托”的关系。但在1928年和1929年，信誉卓著的投资银行所遵循的安全标准被灾难性地全盘抛

弃了。大量劣等证券的出售证实了这一点。这些劣等证券在一定程度上是借助于可疑的信息披露方式发售的。大市的崩溃对这些既不够稳健、又不够成熟的证券产生了严重影响，购买这些证券的投资者的损失当然也相当惨重。

标准降低的原因—投资银行标准的降低主要有两个原因，一是所有的证券都很容易出售;二是可供出售的稳健投资工具的缺乏。后者又是因为金融市场出现了发行普通股的流行趋势。大公司不仅力图避免通过发行债券筹集资金，而且不愿自己拥有大量的长期债务。所以新发行债券的质量标准与以前相比有大幅降低，而与此同时，寻求投资机会的资金却达到了前所未有的高峰。在以前，当投资银行面临选择，应该发行劣质债券还是优质债券时，它们会理所当然地选择后者，即使可能会因此而牺牲一部分承销利润。但是现在它们面临的抉择却是要么发行劣质债券，要么就无事可做——或者实现巨额利润，或者关门倒闭——在这种情况下，出于人之本性，它们无法充分保护客户的利益。

恢复公众信任的问题——面对目前对投资银行的动机和操作方法心存疑惑的公众，投资银行似乎很难重新获得人们的信任。所以这些公司都在发行新债方面小心翼翼——采取这一策略，部分是因为在如今这个较差的市场环境中，除了最优秀的债券

之外，别的根本没有市场;还有是因为1933年证券法案颁布之后带来的新困难。如果过去的经验可资借鉴的话，目前投资者的挑剔态度不会持久;当下一个经济繁荣、资金充裕的时期来临的时候，公众会再一次尽弃前嫌，忘记历史的。将来投资者得到的保护恐怕并不来自他们自己对证券的精挑细选，而来自于老练的投资银行为保持它们缓慢恢复的声誉，避免重蹈覆辙而采取的谨慎态度。

对全面的投资知识的需求——投资银行执行稳健政策很可能面临这样一个障碍，即:可以满足我们基于过去15年的经验而提出的苛刻标准的新债券相对太少。如果人们对债券的需求急剧上升，而又没有足够的优质债券可供上市，那么其必然的结果就是会有许多质量低下，表现不佳的债券出现。所以我们认为单个债券投资者将出现巨大的对全面的投资知识的需求，和对于可供他们求助的专业性、超脱性咨询机构的需求。

这种对知识和专家咨询的需求，随着1933年证券法案的颁布而略有减少。法案要求在新证券发行时须公布详尽数据。同时，如果因忽略或误导而造成投资者损失的，投资银行管理者和决策层的责任相比以前大大加重了。但是这些规定只是要求有足够的事实公之于众，并不能保证证券本身的质量。”在法案实施之后发生的许多值得推敲的股票

发行就很好地说明了这一点。

人类本性的问题

在过去5年里，金融市场中最不同寻常的特点就是被纯粹的心理因素控制。在以前的牛市中，股票价格的上涨与整个大经济环境的上升具有密切的关系，投机客的盲目乐观情绪只是使得股价出现暂时的高峰。但是在1921年到1933年的经济循环中，这种高峰历时数年，而不是数月，其推动力量不是某一批投机客，而是整个金融界。“新时代”主义——即无论价格有多高，绩优股(蓝筹股)都可以作为稳健的投资工具的说法——只不过是那些以投资为名，狂热地进行金融赌博的行为的托辞。之所以出现这种心理现象，我们认为一个重要原因是人们对于一些抽象的影响价值的因素比如商誉、管理、预计盈利能力等不甚了解。这些价值因素，不可否认是确实存在的，但却无法进行数学测算，因为衡量它们的标准本身就有较大的随意性，并且会随着流行心态的变动而变动。投资者容易将对这些无形项目的纯粹投机性的估价当成是现实，因为它们涉及的主要是剩余财富，通常不必经受本金价值要与收益相称这样一个传统的检验标准的检验。

价值与价格之间不存在必然关系——在华尔街上还有一些其它的人性因素值得我们给予足够的重视。投资理论应该承认，某一证券的价值并不是自

动地、或者按照某种数学关系反映在其市场价格中，而是通过投资者的买入或卖出决策来体现的。投资者的心理因素不仅对市场价格产生影响，而且也受到市场价格的强烈影响，一项经过深思熟虑的投资行动的成功，也部分依赖于随后的市场价格。在选择投资工具时，即使仅仅为了获得利息收益而购买证券，在权衡了其内在价值的因素以外，仍应该对那些纯粹的市场因素给予考虑。(在正常情况下，保险公司和储蓄银行等机构不象个人那样关注其投资品的市场价格，但是1931年至1932年的巨幅波动让它们突然意识到了市场价格变动的重要性。)

投资的理想替代品不是投机—如果稳健投资的领域出现萎缩，似乎我们应该转而进行理智的投机，所依据的理论就是良好的投机当然要比不良的投资要好。但是在此我们必须承认投机者的心理因素对其成功构成强烈的威胁。从因果关系来看，投机者随着价格的上涨而越来越乐观，随着价格的下跌而越来越悲观，因此从本质来看，只有少数投机者能保持常胜不败，而且没有人有理由相信在其它多数同道都将失败的情况下，他自己却总是能成为赢家。所以，在投机方面的培训，无论多么精妙多么全面，对个人来说都是埋下了不幸的根源。许多人都是被由此引入市场，初期小有收获，最终几乎人人惨败。

如果投资无利可图，而投机又充满危险，聪明人该采取什么对策呢?也许应该把注意力集中到那些价值被低估的证券上来—那些通过仔细的分析而发现它们的市场价格低于内在价值的债券或股票。这方面的投资机会丰富多采，本书的以后章节将给予详述。不可否认，寻找低价证券的做法也容易出错，而且在近年的金融市场中实施起来也比较困难，且效果不尽如人意，但在通常情形下，这种做法可以产生较好的平均效果。而最重要的是，它代表了一种基本稳健的态度，成为在投机热潮中的一种有效的保护手段。

- **第1章证券分析的范围和局限，内在价值的概念**

分析的含义是指通过对现有可掌握的事实的认真研究，根据经确认的规律和正确的逻辑作出结论，这是一种科学的方法。但是在证券领域中使用分析方法时，人们遇到了严重的障碍，因为归根结底，投资并不是一门精确的科学。在法律和医学方面也是如此，因为在这些领域，个人的技巧(艺术)和机遇对成败与否都起了重要的作用。但是，在这两个领域中，专业分析不仅发挥着作用，而且可以说是不可或缺的。所以在投资领域，甚至是投机中，很可能也是这样。

在过去30年中，证券分析业的声誉在华尔街上经历了大起大落——这段历史实在与股票价格的表现颇为相似，当然两者之间并不是平行的关系。在1927年以前，证券分析业发展顺利，在这一长段时间中，人们越来越重视对财务报表和统计数据的分

析。但是随着从1927年开始的“新时代”的到来，分析这种方法被人们抛弃了，虽然数字和事实仍然受到重视，但那是一种被篡改和操纵的分析，其目的是为了迎合这一时期的假象的需要。1929年10月发生的市场崩溃对于始终保持头脑清醒的分析家来说毫不意外，但这场灾难影响范围之广，危害作用之大却仍是他们所始料不及的。最终的结果是严肃的证券分析学遭到了双重打击:首先是市场崩溃之前的证券虚幻价值的持续性;然后是市场崩溃之后的证券真实价值的荡然无存。

在本书的导言中我们曾提过，1927年到1933年的历史不会成为判断未来债券投资的标准。对于证券分析也同样如此，理由也一样，即这一段时期的市场大幅波动在近期不大可能重演。成功的分析，如同成功的投资一样，要求有一个相对理智的工作气氛，并至少有一定程度的价值稳定性。

分析的三个功能:

1．描述功能

可以用三个词来概括证券分析的功能:描述功能、选择功能和评判功能。描述性分析包括罗列同某一证券相关的重要事实，并以一种一致的、明了的方式予以表达出来。对于各种可交易的公司证券来说，各种手册、标准统计公司、费奇服务公司以及其他一些机构正执行着这一功能。有一种更具深

度的描述是展示某一证券的强势和弱势，将其业绩与其它类似的证券进行比较，并对那些有可能对未来发展产生影响的因素作出评估。这种形式的分析适用于几乎所有的公司证券，不仅对投资，而且对理性投机都有帮助作用，因为它为判断提供了事实基础。

2．证券分析的选择功能

在选择功能方面，证券分析前进了一步，具有了自己特别的判断。它试图决定是否购买、出售、持有某一证券。那么这种更积极的分析功能在什么样的环境中，针对何种证券才能最大程度地发挥作用呢?其缺陷和局限之处又在哪里呢?让我们来看看以下这些分析案例。

分析判断的案例—一在1928年，有一大批利率为6%的“圣路易斯一旧金山铁路公司”优先股面向公众发售，价格为100美元。有记录显示，在该公司的经营历史上，没有一年的收入达到过固定利息与优先股利之和的1.5倍。如果在此使用正确的标准对事实进行分析，我们的结论是不购买这种证券，因为它缺乏安全性。

另一个相反的例子是:在1932年6月，有一种“欧文斯一伊利诺伊玻璃公司”的债券可供购买，其利率为5%，至1939年到期，价格为70美元，到期收益率为11%。该公司的利润是利息的许多倍——不仅

是在寻常年景，而且包括在萧条期。单是流动资产就足以为发行的债券提供充足保障，在此之后还有普通股和优先股，即使以最低报价计算，这些股票也具有较高的市场价值。在此，通过分析我们将极力推荐购买该种证券，因为这是一种安全的、稳健的投资工具。

让我们再来看一个普通股的例子。在1922年，航空股票兴起之前，“莱特航空公司”的股票在纽约股票交易所上市，价格只有8美元。而它当时的股息有1美元，某些年份的每股收益达2美元，每股现金资产则超过8美元。在此通过分析可以得到的结论是其内在价值要高于市场价格。

如果在1928年再来观察这支股票，当时它的市场价格已经达到每股280美元。每股收益是8美元，在1927年只有3.77美元。每股股息2美元，每股净资产不到50美元。分析这些数字将得出一个确信无疑的结论:其市场价格反映的主要是对该公司前景的推测，也就是说其内在价值要比市场价格低很多。

第三个例子是通过比较两种证券进行分析。比如“城际高速运输公司”的5%利率的第一替续债券与同是这家公司的7%利率抵押债券，它们在1933年的价格同为62美元。很明显，7%利率债券要比5%债券更有价值，每1000美元面值的7%债券都有面值为1736美元的5%债券作抵押;而且其本金已经到期，

既可以全额兑付也可以出售抵押品获利。抵押品的年利约相当于每张7%债券87美元(这笔利息实际上支付给了抵押债券持有人)。所以7%债券的当期收益要比5%债券高。虽然有可能出现一些情况，使得持券人不能全部或迅速实现他们的合同权益，但是很难想象，7%债券的内在价值不会比5%债券高出许多。

内在价值与价格——从上述的案例中我们可以发现，证券分析家的工作并不是不能得出有实际价值的具体结果，而且它还可以适用于很广阔的范围。证券分析家似乎总是在关注证券的内在价值，特别是内在价值与市场价格之间的差距。但是，我们又必须承认，内在价值是一个难以把握的概念。一般来说，它是指一种事实——比如资产、收益、股息、明确的前景——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。不过，如果认为内在价值可以象市场价格那样确定就大错特错了。以前曾有人认为内在价值(比如说普通股的内在价值)类似于“帐面价值”，即等同于合理计算的公司净资产值。这种论点非常明确，但却毫无实际意义，因为平均收益也好，平均市场价格也好，都不是由帐面价值决定的。

内在价值与盈利能力——于是又出现了另外一种观点，即内在价值是由盈利能力决定的。然

而"盈利能力"一词必然意味着对未来结果的预期。但从历史的收益数字是无法估算出未来收益的，即使是预示未来收益是呈上升还是下降都不可能。必须有足够的证据表明收益平均数或上升下降趋势能够可靠地保持到未来。经验证明这种做法并无可取之处。也就是说，表示为某一明确数字的"盈利能力"这个概念，以及由此衍生出来的内在价值概念——它和前者一样是明确的和可计算的——不能作为证券分析的通用前提。

例:为了使这一推理更为明确，让我们考察一个典型的案例。

分析"杰艾箱包公司"的情况，我们如何确定其在1933年的内在价值呢?市场价格为30美元，每股净资产176美元，未支付股息，10年平均收益为每股9.5美元，1932年的业绩是每股亏损17美元。如果采用惯常的估算方法，我们将用10年内的每股平均收益乘以10，得到每股95美元的内在价值。但是让我们来看一看这十年的具体数字:

1932——$17.40(亏损)
1931——12.90(亏损)
1930——11.00
1929——20.40
1928——26.90
1927——26.00

1926——23.30
1925——15.30
1924——5.90(亏损)
1923——2.10(亏损)
平均值——9.50

这个9.50美元的内在价值除了作为一个一堆没有联系的数字的数学结果外毫无意义。很难说这个数字能说明这家公司过去的情况，也不能据此推测其将来的发展趋势。用这种算术平均法得出的“真实价值”或内在价值，具有人为性和偶然性。

内在价值在分析中的作用——列举了这么多不同的例子，我们不妨将内在价值在分析中的作用做一概括。关键的一点是证券分析的目的并不是要确定某一证券的内在价值到底是多少，而是只需搞清楚其内在价值是否足够——例如，足以为其债券提供保障，或足以证明应该购买这种股票——或者是否比市场价格高或低。出于这种目的，一个大概的，近似的内在价值数字就足够了。打个比方来说，在日常生活中，要想知道一位女士是否够了选举年龄并不需要打听出她的确切岁数;无须知道一位男士的准确体重，我们也能看出他是不是过于肥胖。

为了搞清楚这一点，我们再回到刚才的例子。我们不用算出“圣路易斯一旧金山铁路公司”优先股

的准确内在价值，就可以作出不购买这种证券的决定。从它的收益记录不难看出，其收益扣除债券持有人利息和优先股股息后所剩无几，因此安全性没有保证，只要能看出这一点就足够了。“欧文斯一伊利诺伊玻璃公司”的5%债券则相反。要想算出该证券的精确内在价值较为困难，但要想作出该公司资产价值远远高于负债的判断就容易多了。

在“莱特航空公司”的案例中，其早期的情况表明该公司的价值明显要高于每股8美元，或180万美元的总额。到了后期，通过对事实的分析同样可以得知，该公司价值达不到每股280美元，或7000万美元的总额。分析家很难算出“莱特航空公司”在1922年应该值每股20美元或每股40美元——或在1929年应该值每股50美元或80美元。幸运的是，他们无须算出这些数字就可以知道每股8美元的价格是具有吸引力的，而每股280美元的价格则过高了。

“杰艾箱包公司”的案例代表了比较典型的普通股的情况。分析家无法获知其内在价值与市场价格的关系。但即使是在这个案例中，如果价格变得过高或过低，仍然是可以得出结论的。由于局面不甚确定，我们可以说很难决定该公司的普通股在1933年应该接近30美元还是130美元，但是如果股票的市场价格是10美元，分析家将毋庸质疑地指出其价值是高于这个价格的。

内在价值概念的灵活性——这个例子说明证券分析所使用的内在价值这个概念具有多大的灵活性。对于不同的情况，内在价值表现出不同程度的明确性。而明确性的程度则由一个“近似值的范围”来反映。当市场形势不明朗时，这个范围也就相应地扩大。比如在1922年“莱特航空公司”的案例中，该范围为20—40美元;而在1933年“杰艾箱包公司”的案例中，它为30—130美元。但是即使是一个非常不明确的内在价值范围，如果该证券的当前市场价格仍大大出于这一范围，我们仍能得出明确的结论。

在个别案例中可以得出更明确的结论——也许使用“城际高速运输公司”案例最能说清楚这一点。在此，可以用5%债券的市场价格非常明确地确定7%债券的价值。如果抵押债券持有人肯定能够得到抵押品，那么其中的数学关系就是，1000美元的7%债券相当于1736美元的5%债券，这一关系最终会在市场上体现出来。但是出于种种原因，不可能预计在实际情况下百分之百地实现这种标准的定价关系。所以，如果考虑到实际因素，不能说7%债券的价值就一定比5%债券的高出74%。但是，有把握的是7%债券归根结底一定会比5%债券更有价值。当市场上这两种债券售价相同的时候，这个结论就非常有用处了。

“城际高速运输公司”案例是一种比较个别的情况，在此，分析家可以在把握内在价值方面得到非常明确的结论，而这不一定就是普遍存在的情况。这种状况将导致清算，或导致“套利”、“对冲”等技术性行为的出现。从抽象意义上看，这些行为也许是分析家最喜欢的领域，但是从更广泛的投资理论与操作来看，这些行为有其特殊性，而且这种机会也不常出现，从而使它们相对不太重要。

证券分析过程中的主要障碍

(1)数据不足或不准确——显然，分析家不可能永远正确。某一结论可以在逻辑上是成立的，但在实际应用时却效果很差。造成这种结果的原因主要有三个:数据不足或不准确、未来的不确定性、市场的非理性行为。其中第一个原因，虽然较为严重，却不甚重要。很少有故意伪造数字的情况出现，大多数都是使用某种会计手段的结果，有经验的分析家必须识破这些伎俩。比误导性陈述更常见的是隐瞒。在多数分析案例中，分析家凭经验可以觉察出在某一重要方面是否缺少了信息。但有时，隐瞒也可能会导致错误的结论。

(2)未来的不确定性——更多出现的情况是:有关因素在未来发生了变化。分析家基于当前的事实和明确的发展方向作出预测，但任何新的发展都有可能使这种预测落空。所以证券分析面临这样一个问

题:证券分析究竟能够在多大程度上预测未来的条件变化。在完成对分析过程中涉及的所有因素的讨论之前，我们不妨把这个问题暂放一边。当然，未来的发展大部分是不可预测的，而证券分析的假设前提是:历史记录最起码可以用来粗略地指出未来的发展方向。对这个前提的怀疑越大，那么分析的价值也就越低。以历史判断未来的做法在分析高级证券时更加有用，因为它们相比普通股票变化的可能性要小得多;同理，这种做法在应用于分析那些具有一贯的稳定特性的行业的证券时也比较有效。最后，这种做法在正常情况下时要比在局面变动频繁时更有效。

(3)市场的非理性行为——分析的第三个障碍来自市场本身。从某种意义来讲，市场与未来一样不可琢磨。分析家对这二者都不能预测或控制，但分析的成功却有赖于这两个方面。人们会认为投资分析家的主要任务与证券的市场价格关系不大。他们的目的应该是挑选出那些质量优越的，能提供固定利息收益的债券，在分析时应主要考虑该债券还本付息的安全性。购买者似乎不应该关心其在市场上的价升价落，而只用确定这种债券是不是一种良好的投资工具。我们认为以这种传统的投资者观点是不正确的。证券的持有人，无论他们拥有的是什么种类的证券，都是关心其市场报价的。投资界中普

遍重视的证券的“流通性”就证明了这一点。既然某一证券的市场流通性如此重要，那么其价格的高低也应该是很重要的。相比投机客而言，高级债券的投资者不太注重市场波动，但是市场价格仍然对他们有影响，即使从财务的角度来看影响甚小，但在心理方面的影响却是很大的。所以，证券分析家在分析高级证券时既要考虑到影响证券安全性的因素，也必须考虑到那些可能对证券的市场价格产生负面影响的因素。

当证券分析家在寻找那些价值被低估或高估的证券时，他们就更关心市场价格了。因为此时他的最终判断必须很大程度上根据证券的市场价格来作出。这种分析工作有以下两个前提:第一，市场价格经常偏离证券的实际价值;第二，当这种偏离发生时，市场中会出现自我纠正的趋势。虽然在华尔街上有“市场的判断永远正确”和“股票的市场价格就是其价值既不多也不少”的说法，但上述前提中的第一个无疑是正确的。

价格向价值回归缓慢的危险——从理论上看，第二个前提也是同样正确的。但在实际中却往往得不到验证。由于忽视或误解而导致的低估某一证券价值的情况经常会持续一段极长的时间，而过度狂热或人为刺激产生的高估某一证券价值的情况也会经久不退。正是这种拖延给分析家带来了危险，因

为在价格向他所发现的价值回归之前，新的决定因素有可能出现而取代旧因素。换句话说，当价格最终体现出价值时，这个价值已经发生变化了。当时用以做出判断的事实和理由都已不再适用。

分析家必须尽最大可能规避这种风险。方法之一是在不大可能发生突然变化的环境中开展工作;方法之二是挑选那些比较吸引公众兴趣的证券，这样，一旦分析家有所发现，公众会有及时的反应给予响应;方法之三是根据总体的市场状况而调整自己的工作，在商业和市场都很平稳时注重寻找价值被低估的证券，而当市场压力和不确定性增大时则应该谨慎行事。

内在价值与市场价格的关系——附表能够进一步澄清关于内在价值与市场价格的关系的一般问题，该表追踪了影响市场价格的各种因素。从表中可以看出，被我们称作分析因素的因素对市场价格的影响是部分的和间接的——它是部分的，因为纯投机因素也经常从相反的方向影响市场价格;它是间接的，因为它要通过人们的感觉和决定才能产生作用。也就是说，市场不是一台根据证券的内在品质而精确地、客观地记录其价值的计量器，而是汇集了无数人部分出于理性，部分出于感性的选择的投票机。

内在价值因素与市场价格的关系

Ⅰ:总体市场内素

Ⅱ:个别因素

A:投机

- 1. 市场因素
  - a. 技术
  - b. 人为控制
  - c. 心理
- 2. 未来价值因素
  - a. 管理和声誉
  - b. 竞争条件与前景
  - c. 产量、价格、成本的可能变化

B:投资

- 2. 未来价值因素
- 3. 内在价格因素
  - a. 收益
  - b. 股息
  - c. 资产
  - d. 资本结构
  - e. 证券的条件
  - f. 其它

→ 公众对证券的态度 → 买方和卖方报价 → 市场价格

分析与投机

可以这样认为，恰当的证券分析可以在任何情况下产生令人满意的效果，哪怕是应用于变化无常，风险很高的明显投机行为。如果能对公司的情况进行专门的研究，在此基础上选择用作投机的证券，难道就不能给投机者带来一些可观的优势吗?在承认未来形势不可预料的前提下，是否可以假定有利的变化和不利的变化将在一定程度上相互抵消，从而得出这样，一个结论:恰当的分析所带来的最初优势平均来说终将带来一些利润?这个结论看似有理，其实是不对的，对这一结论的轻易接受已经使分析误人迷途。所以，我们有必要详细讨论一下反对在投机行为中过度依赖分析的几个观点。

首先，“投机机制”对投机者大为不利，从而抵消了分析研究所可能带来的好处。投机机制的劣势包括为交易支付的佣金和利息支出，以及买卖价差等。最为重要的是，除非采用某种特定的交易技术，平均亏损总是要多于平均收益，这是一个先天趋势。而特定的交易技术又是与分析方法背道而驰

的。

其次，投机环境中的分析因素往往处于急剧的变化之中。因此我们曾提及的风险—证券的内在价值在市场价格向其回归之前就发生了变化—在投机的条件下的危害要比在投资条件下严重得多。

第三，阻碍分析在投机中的成功的原因还在于，有些投机所涉及的因素是不在证券分析的范围之内的。从理论上说，这些因素出现有利和不利变化的概率应该相等，所以从长远看两者似乎应能相互抵消。举例来说，可以设想这样一个创造财富的简易方法:在市场购入一批收益一价格比最高的普通股，同时又卖出一批收益一价格比最低的股票。其背后的思想是，无论今后的发展趋势是有利还是不利，对于这两组股票的影响应该是一样的，因此买人的股票从总体而言应该优于卖出的股票。但是，那些表面看具有吸引力的股票之所以价格低迷，很可能另有其它虽未披露、但熟知公司内幕的人已经知道的不利因素—同样的情况也会发生在那些被认为是售价偏高的股票身上。在投机情形中，那些“内幕交易者”往往具有优势，从而使有利变化和不利变化相互抵消的假设失效，并使不了解内情的分析家出于不利地位。随机因素的增多使分析的价值下降—最终的反对理由是基于一个更为抽象的考虑，但也具有同等重要的实际意义。即使我们相信

分析能给投机者带来统计学意义上的优势，但它不一定能获得利润。投机的高风险依然存在，在每一个个别的案例中仍有可能发生亏损，当一笔投机交易结束后，往往很难讲分析家的建议究竟是带来了益处还是害处。因此分析家在投机领域中的位置至多是不确定的，没有太多的职业地位可谈。分析家似乎是在投机的钢琴上和幸运之神一起弹奏一曲二重奏，而所有的调子都是由善变之神确定的。

我们可以再举一个更为具体的例子，来说明分析更应该适用于投资而非投机。(在本章中我们始终假定，投资意味着预期的安全性，而投机则意味着已知的风险性。在后面的章节中我们还会对此做更详细的区分。)在蒙特卡罗赌场中的轮盘赌博中，业主的胜负概率为19比18。因此在他同赌客的竞赛中，赌客每下注37美元，他平均盈利1美元。对于缺少经验的投资者或投机者来说，获胜的概率也类似于此。我们假设，如果通过一些与分析类似的工作，使轮盘赌的赌客在有限次数的赌博中，业主的胜负概率逆转为18比19。此时如果他在所有的数字上平均地下注，那么最终应该能有一定数目的收益。这种操作方法类似于在有利的大环境下、根据恰当的分析进行的投资。

但是如果那个赌客把所有的赌注都押在某一个数字上，对他略为有利的获胜概率对于那个数字是

否被选中的问题就毫无意义了。他的“分析”使他能在走运的情况下获利更多一些，但在背运的时候就没有价值了。这个类比的例子可能能够说明分析在极端投机情况下的作用。如果运气起着压倒性的作用，分析所带来的那一点点优势就荡然无存了。

所以，可以这样认为:在投机中，分析仅仅起到辅助的作用，而不是指导的作用。只有在运气的作用相对不重要的领域，才有可能由证券分析家发出权威的声音，并对其分析的结果承担责任。

3.证券分析的评判功能

投资学原理和公司理财方法都包含在证券分析之中。通过将标准应用于事实，就可以得到分析性判断。所以分析家关心的是选择标准的有效性和实用性。而且他还关心证券—特别是债券和优先股—的保护性条款，以及实施这些条款的恰当方法。

分析家还注重事实是否被公正地陈述，这意味着他对会计方法是极为挑剔的。最后他还必须关心公司政策对投资者的影响，因为证券的价值在很大程度上都取决于公司的管理层。在这个类别中包括公司的资本结构、股息与扩张政策、管理层的报酬，甚至还包括是否继续经营或转让某项无利可图的生意。

对于以上的种种因素，分析家必须能够作出评判，做到避免错误，纠正滥用，尽最大可能保护投

资者的利益。

- **第2章证券分析中的基本因素质的因素与量的因素**

在上一章中，我们根据证券分析家所希望达到的目的，提出了一些概念和材料。我们不妨设想有一位正在工作的证券分析家，那么左右他对某一具体问题的看法的总体考虑又是什么呢?而当他面对形形色色需要处理的信息，他又应该持怎样一个基本态度呢?

四个基本因素

证券分析的目的就是回答，或帮助回答一些非常实际的问题。其中最常见的恐怕要是:出于某一特定目的，应该选择购买什么样的证券?对于证券s，究竟是应该买人、卖出还是持有?

在考虑解答所有这类问题时，都会有意或无意碰到下面四个主要因素:

1.证券

2.价格

3.时间

4.人

更完整地表达，可以用这样一个问题来概括:某人I是否应该在某一时间T，以某一价位P买人(或卖出、或继续持有)证券S。于是又产生了一些相关的话题，比如讨论这四个基本因素的相对重要程度。我们发现如果把上面列举的顺序倒转过来似乎更加易于讨论清楚。

人的因素——或多或少，人的因素总要参与到证券买卖中。其中具有重要性的方面是这个有意购买者的财务状况。某一投机机会对于一个商人可能是有吸引力的，但对于信托管理人或一位收入菲薄的遗媚就另当别论了。同样道理，对于享有完全免税待遇的人，投资于3.5%利率的美国战时公债并不是上佳的选择，其它一些需部分纳税但收益明显较高的政府债券更有可取之处。

其他可能会对证券选择产生相当影响的个人因素包括:个人对金融业务的熟知程度及竞争力，个人的脾气和喜好。但是无论这些因素有多么重要，它们并不成为证券分析中的决定因素。通过分析得到的绝大多数结论可以采用非人格化的形式表述，从而适用于所有的投资者或投机者。

时间因素——对于某一证券作出分析的时间通过多种途径对分析结果产生影响。公司在不同的时

间可能会有不同的表现和形象，这种变动会影响到分析家对证券的看法。不仅如此，挑选证券的依据是其质量和收益率，而这两个标准—特别是后者—是随着金融形势的变化而变化的。在1931年6月，一种收益率为5%的最高级铁路债券似乎是理想的投资选择，因为当时同类债券的平均收益率只有4.32%。但6个月之后，仍然是同一种债券，则变得毫无吸引力了，因为这一类债券的平均收益率已经涨到5.86%。另外，几乎所有证券投资都要在一定程度上受到某一时期经济和金融形势的影响。在投机操作中，对这方面的考虑具有极大的重要性;而在保守的投资操作中，虽然这些因素往往是被忽略的，但在经济萧条期或局面不明朗时，它们仍是不可忽视的。

证券分析作为一种研究活动，必须尽可能地使自己采用的定律和方法在所有状态—至少在通常状态下—可以适用。但值得注意的是，证券分析的实际运用，却是要受到变化的环境的强烈影响。

价格因素——价格是任何与证券有关的分析结果中不可或缺的部分。在选择债券作投资时，价格往往是一个从属的考虑因素。原因并不是价格是无关紧要的，而是在实践中，很少会有债券的标价高得离谱。所以几乎所有的考虑重点都放在了其安全性方面。但是在特定的案例中，比如在购买高级可

转换债券时，价格因素就是与安全因素不相上下的重要因素。试举一例，1939年到期的利率为4.5%的美国电话电报公司可转换债券，在1929年的售价高于200美元。虽然其本金(指面额部分)和利息的安全性具有可靠的保障，但在这一价位上买入仍有极大的风险—实际上有损失其一半市场价值的风险。4

在普通股方面，慎重考虑价格因素显得更加重要。在错误的价位上买人股票，其危害不亚于买错了股票品种。我们会在下面的章节中指出，新时期理论鼓吹的不考虑价格因素的做法，实际上是多数灾难性后果的根源。

证券因素:企业的特点与证券的条件——现在，我们将用另一种形式提出上述问题，以便更清楚地说明证券因素和价格因素在投资决策中的地位。我们不是问:0)买何种债券?和(2)以何种价格购买?而是问0)买哪个企业的证券?和(2)以什么条件购买。这样的提法要更加全面和得当。对于投机或投资的“条件”，我们不光指证券的价格，还包括证券的种类、条款和当时的状态和表现。

无利可图的条件的例子——一项在最优越企业上的投资可能具有不合理的和不利的条件。在很长的一段时期内，郊区房地产一直在升值，所以被普遍认为是最“安全”的投资品。但是在1929年，纽约市房地产发展商优先股的购买者却面临极为不利的

条件，使得这个行业中本身的优越性荡然无存。我们选择一只这样的股票，将其条件归纳如下:

1.证券的条款:这是一支优先股，其地位低于第一抵押债券—后者数目巨大。没有无条件股息和本金支付要求权;其地位高于普通股，但普通股几乎不含任何现金投资，因此普通股的股东存在很多获利的机会，却不用担心会有任何实质性的损失，而优先股股东则正好相反，获利机会不大，损失却随时可能发生。

2证券的状况:用于建造一栋新大楼，建造成本异乎寻常地高，一旦发生意外情况，毫无后续资金或储备资金可以依靠。

3.证券的价格:如以平价买入，收益率为6%，要比许多其它带有更优越条件的房地产第二抵押债券低得多。

有利可图的条件的例子——只需要看看近年来电力和照明行业的情况，我们就不难发现有无数的案例可以证明在不佳的行业中也存在条件优越的证券。布鲁克林联盟高架铁路第一债券，利率为5%,1950年到期，在1932年的售价是60美元，据此价格计算的到期收益率为9.85%。它是布鲁克林一曼哈顿铁路系统的债务。很久以来，电力铁路行业被认为无利可图，主要原因是来自汽车的竞争以及管制和费用合约的压力。也就是说，这种证券可以被

认为代表的是不佳的企业。但是该证券的具体条件却非常有利，使之成为很安全的投资工具，现分析如下:

1．证券的条款:根据该公司与纽约市政府的合约，该债券的利息是该公司和纽约市共同拥有的地铁和高架铁路系统收益的第一扣除项目，这套系统的投资比证券本身规模大得多。

2.证券的状况:除了上述的很特别的安全因素外，债券发行公司经营稳健，收益可观。

3.证券的价格:根据其价格计算的收益率要高于布鲁克林-曼哈顿运输公司1968年到期的6%从属债券的收益率。(后者据1932年最低价68美元计算的到期收益率为9%，而布鲁克林高架铁路5%债券的到期收益率为9.85%)。

证券条件和企业特点的相对重要性——我们区分了企业特点和证券条件，问题也随之产生，二者到底谁更重要呢?到底应该在不佳企业的优越债券和优势企业的不良债券之间做何选择呢?普遍看法似乎毫不犹豫地选择后者。从直觉而不是从逻辑上看，这样做是合理的。长期的实践经验显示，大多数人把钱以很高的价位投资在看好的行业上，虽然也有人为了获得高收益而投资于不被看好的企业，但前者发生亏损的可能性的确要比后者小。

然而从证券分析的角度来看，这种经验主义的

论调并不能揭示事物的本质，只不过是为一条早已存在的商业规律提供了实例，那就是任何没有受过专门培训的消费者都愿意购买信誉卓著的商品，即使是需要为此付出高昂的代价也在所不惜。但是，这条规律当然不应该适用于掌握专门知识的购买者，因为他们不是仅仅凭商品的知名度而评判其质量，而是要进行分析考察。有时候，假如他们觉得获得的商品足以满足要求且价格具有吸引力，他们甚至

会在质量方面作出一定程度的牺牲。这种区别不仅体现在购买裤子或手表之类的行为上，而且同样体现于购买证券的行为中。于是我们得出两个相反的定律，一个适用于未经培训的投资者，另一个则仅对分析家有用处。适用于无经验的证券购买者的原则:无论条件怎样，都不要把钱投资在不良的企业上;

2.适用于证券分析家的原则:几乎每一种证券，都会在某些价位上显得很便宜，在另一些价位上显得过于昂贵。

我们在上一段中批评了那种一味注重选择企业的作法，这种作法可能导致为了追求在优秀企业上的投资而支付过高的代价。反对这种做法的第二点理由是这么做还可能会选择了错误的企业。当然，选择实力雄厚，管理先进，业绩良好，收益增长稳

定的企业是天经地义的做法，但是这些看上去是有根有据的推断很可能最终落空。许多昔日曾经辉煌的企业如今一蹶不振。这种情况今后自然还会重演。一个很明显的例子是，在过去的20年里，在铁路行业上的投资整体来说是每况日下。一家企业的状况，只有一半是事实，而一半倒是人们的观点。近几年的事实证明投资界的观点是善变而不可靠的。在1929年，西屋电气公司被认为占据了极为有利的行业地位。但事隔仅仅两年，其股票的价格就已经跌至净资产值以下了，因为人们对该公司未来的任何盈利能力产生了怀疑。

这些考虑不至于否定适用于普通投资者的定律，即只在优秀的企业上投资。但必须搞清楚这样一点，之所以这条定律仍然可以适用，是因为否则的话普通投资者就可能在其它方面承担更大的风险，而不是承认最有人捧场的证券就是最安全的证券。作为证券分析家应该关注市场的情况和被普遍看好的企业，但也要保持独立的判断。如果有充分的理由，分析家应该毫不犹豫地抛出人人皆看好的证券，选择人人都不看好的证券。

证券分析中质的因素与量的因素

对证券进行分析包括了对业务的分析。这种分析可以达到极高的细致程度，因此在实际工作中往往要决定究竟应进行到什么程度。这自然与实际情

况有关。购买1000美元债券的投资者当然不必象购买50万美元债券的保险公司那样进行全面彻底的分析，而后者的工作若与债券发行的发起银行相比，也可能就只是小巫见大巫了。换个角度来看，如果只是想选择一种收益率为4.5%的高安全系数债券，所做的分析工作就要比试图在收益率为8%的证券中选择一家安全性高的证券、或在普通股市场中寻找绝对的物美价廉的品种要省事得多。

分析技术与程度应受到投资特点和目的的限制—分析家必须有选择地使用其分析技术。在选择和处理材料时他必须既考虑重要性、可靠性，又考虑到可得性和便利性。他不能被可以获得的大量数据——如铁路公司提交给州际商业委员会的报告——所误导，而在非基本信息上进行过细的研究。而另一方面，他又必须经常忍受重要信息的不足，因为要获得这些信息，要付出超出他所能支付或值得支付的精力。在全面的业务分析中经常会遇到这种情况，例如有关一家企业对专利保护、地理优势以及有利的劳动力条件等因素——这些因素可能都无法持久——的依赖程度的信息可能很难得到。

数据的价值因企业的种类而异—在证券分析的过程中，最重要的是分析家应该认识到由于被分析的企业的种类的不同，某一种数据的价值也会大相径庭。一家铁路公司或大型连锁店的连续5年的总

收入或净收入记录，即使不能算是完整无缺，也至少可以当作进行其证券安全性或股票盈利能力分析的有效基础。但是由一家小型采油公司提供的同样数据却不能认为有同样的用处，因为这份数据的决定因素——投人和产出——都会发生显著变动。

证券分析中量的因素与质的因素—将证券分析涉及的诸多因素分为质的因素和量的因素两大类有时是很方便的。量的因素即指公司的各种统计数字，包括损益帐户和资产负债表上所有有用的项目，再加上一些其它数字，比如产量、单位价格、成本、生产能力和未完成订单等。这些各式各样的数字还能细分为0)资本结构、(2)收益与股息、(3)资产与负债和(4)营业统计。

另一方面，质的因素是指行业的性质、企业在行业中占有的地位、地理位置、经营风格和本企业、本行业的前景。企业的报表中一般不会涉及此类问题。分析家必须利用各种可靠或不可靠的信息来源作出判断。

统而言之，对于量的因素的分析要比质的因素容易得多。量的因素数量有限，容易得到，而且更适于作出明确和可靠的结论。而且财务报表中的数字往往反映了许多质的因素，所以即使对后者进行仔细的分析，收获也有可能不是很大。典型的证券分析报告——比如那些经纪商或统计服务公司制作

的分析报告——往往对质的因素给予简练、概括的阐述，而把主要篇幅用于展示数字。

质的因素:业务的性质和未来的前景——人们对于证券分析中质的因素较为重视的是业务的性质和企业的经营风格。这两点极为重要，也极难处理。我们不妨先考察一下第一点:企业业务的性质及其发展前景。大多数人都对什么是“成功的企业”有明确的概念，这种观点部分来源于财务报告，部分来源于对本行业的特定条件的认识，另有部分则来源于臆测甚至偏见。

在1923年到1929年经济繁荣期内的大部分时期，有不少主要产业都发生了倒退，包括雪茄、煤炭、棉纺、化肥、皮革、伐木、肉类包装、纸张、船舶、城市铁路交通、制糖和羊毛业。导致倒退的原因不是因为竞争性产品或服务的发展(如煤炭、棉纺等)就是因为生产过剩，贸易受挫(如纸张、伐木和制糖等)。同在这段时期内，另外的一些行业发展迅猛，超过了平均发展水平，比如罐头生产、连锁店、烟草、动画片和公用设施产业。主要原因或是需求的大幅增长(如香烟、动画片等)，或是没有遇到竞争对手(如公用设施和罐头制造等)，或是因为能够从其他对手中抢到生意(如连锁店)。

从本质而言，那些业务发生滑坡的行业可以被认为是“情景不妙”而应该在投资时予以回避。而相

反的那些行业则理所当然地被认为是有利的。但是这种结论经常被证明是大错特错的。极端有利和极端不利的情况都不会持久。无论对于整个经济还是个别行业都是如此。通常都会有修正的力量出现，从而使利润消失的行业重现生机，使收益过高的行业的利润回到与资本相匹配的水平上来。

由于需求的猛增而受益的行业会因为更为迅猛的供给的增长而受挫。近年来广播、航空、电子制冷、公共汽车运输和丝绸等行业的情况就是如此。在1922年，百货公司受到青睐，因为它们在1920年和1921年的萧条中业绩显赫。但百货公司在接下来的时期里却没有保持优势。在1919年的经济繁荣期，公用设施事业因为成本过高而不受欢迎，到了1927年至1929年却成了投资投机两相宜的宠物，而在1933年，由于对通货膨胀和费率管制的恐慌，公众又一次对公用设施行业失去了信心。同是在1933年，长期不振的棉纺业却成为了发展的领头羊。

管理的因素——在投资时挑选“优秀行业”至关重要，同时也非常不易，而挑选“优秀管理”有同样的难度。对管理层的能力进行客观测试的方法很少，而且_远不够科学。在大多数情况下，投资者评判的依据只是声誉，在声誉之下有人名副其实，也有人名不副实。能够令人信服地证实管理是否优良的证据就是一段时期内的经营业绩，但考察业绩

又使我们变为考察量的因素。

在股票市场中有这样一种强烈的倾向，即在分析时对管理的因素给予两次考虑。股票的价格不仅反映了出色的管理所带来的巨大收益，还反映了单独考虑的“出色管理”的价值。这种把同一因素考虑两次的做法经常会造成高估。

未来收益的发展趋势—近年来，人们对企业收益的发展趋势越来越重视。一个利润持续增长的记录无疑是有利的现象。但是金融理论则走得更远，它试图通过套用过去的发展轨迹来推算企业未来的盈利情况，并将这一方法作为评估企业的基础之一。因为在这一过程中使用了许多数字，所以人们都觉得这种做法在“数学上是合理的”。其实，过去的是事实，而未来只能是推测。前文中，我们已提到过针对过度繁荣或过度萧条的修正力量。同样，对于一个上升或下降趋势也存在着反作用的力量。当某一发展趋势清楚地显现在人们眼前时，促使其改变的条件也可能已经成熟了。

关于未来，有一种逻辑认为，过去的趋势会保持到未来，就象过去数据的平均值还会重复出现一样。这也许是正确的，但这并不意味着，与过去的个别或平均数据相比，趋势对分析更为有用。因为证券分析并不假设过去的平均值一定能重复，而只是把它当作指示未来的一个大致指标。但是，一种

趋势却不能作为“大致指标”，它代表了非常明确的预测:或者更好，或者更坏。因此它要么正确要么错误。

这种区别与证券分析家所持的态度有重要关系，下面我们举例来说明。我们假设在1929年有一家铁路企业债券，它在当年的收益是过去七年须支村的债券利息平均值的三倍，于是分析家会认为这张债券非常理想。这是一个基于数量因素和标准的判断。但它并不意味着作出了今后七年的收益也能保持在三倍于利息费用的水平上的预测，它只表明，在收益达利息费用三倍的情况下，收益不至于大幅滑落到危及债券的程度。几乎在每一个实际案例中，这样的一个结论都可以被认为是正确的，除非发生了突发性的经济崩溃。

让我们再看一个相似的结论，这个结论的基础主要是基于对趋势的分析。在1929年，绝大多数公用设施企业的收益都呈现持续上升的趋势，但是其中的许多家由于沉重的固定支出负担而几乎耗尽了所有的净收益。投资者们信心十足地买人这些债券，他们相信这样一个道理，即使安全边际较低也不要紧，因为这些企业的收益毫无疑问在持续地上升。在此，投资者作出了一个明确的预期，他们投资所依据的原理完全依赖在其预测的正确性上。一旦预测错误—而事实也确实如此—他们就会有惨重

的损失。

趋势的实质是质的因素—在本书以后的内容中将会涉及对普通股价值的讨论，我们将会指出，如果对趋势给予压倒性的重视，将导致对股票价值的高估或低估。之所以会出现这种偏差，是因为任何人都无法准确地测算出趋势将延续的时间有多长，所以看似有数学根据的估价实际上只是出于心理的因素而且随意性很强。于是我们把趋势作为一种质的因素来考虑，尽管它可能是以量的形式出现。

质的因素难以合理评估—趋势实际上是以一种明确预测的形式表述的对未来前景的看法。与之相似的是，关于某个企业的业务性质及管理层的能力的结论之所以重要，主要也是因为它们与未来前景有关。这些质的因素都具有相同的基本特性，都对分析构成同样的困难，即无法准确判断这些因素应在价格中被反映的程度。在大多数案例中，如果这些因素得到确认，则往往会被过度重视。我们从一般的市场中发现，这样的情况总是经常出现。过度涨跌一再出现的根本原因在于，当前景成为决定价值的主要基础时，由此得出的判断就不再受数学上的约束，从而几乎不可避免地会走向极端。

分析所关心的应该是有事实支撑的价值，而不是主要以预测为基础的价值。从这个角度而言，分析家所使用的方法与投机客的方法截然相反，后者

的成功主要取决于预测或猜测的能力。当然，分析家也必须考虑到未来可能发生的变化，但他们这么做的主要目的不是希望从预测中获利，而是防止因这些变化遭受损失。总而言之，分析家将未来发展看作是一种自己的结论必须面对的风险因素，而不是他的分析依据的来源。

内在稳定性是主要的质的因素—于是，分析家应最重视的质的因素就是内在稳定性。稳定性的概念是指抗变动性，或更进一步，过去结果的可靠性。稳定性如同趋势一样，可以用数量的形式表达，例如:通用银行公司1923年一1932年间的收入从未低于过1932年利息支出的十倍，或伍尔沃思公司1924年一1933年间的营业利润仅在每普通股2.12美元至3.66美元之间浮动。但是我们的观点是稳定性实际上应该是一种质的因素，因为决定稳定性的根源是企业的业务性质而不是其统计数据。一份比较稳定的记录可以显示该企业的业务具有内在的稳定性，但这个结论也会由于其它条件而发生变化。

例:这一点可以通过1932年两种优先股的比较来说明:斯塔贝克(汽车)公司和第一国民(杂货)商店的优先股，两者都以溢价发售，两家的业绩也具有相似性，均显示出连续的高于优先股股息支出的收益。但是，斯塔贝克公司的数字似乎更令人印象深刻，见下表2一1

第一国民商店

| 时期 | 支付倍数 |
| --- | --- |
| 1930年3月31日以前的l年中 | 13.4倍 |
| 1929年3月31日以前的l年中 | 8.4倍 |
| 1928年3月31日以前的1年中 | 4.4倍 |
| 1927年3月31日以前的l年中 | 4.6倍 |
| 1925年 | 5.7倍 |
| 1924年 | 4.9倍 |
| 1923年 | 5.1倍 |
| 1922年 | 4.0倍 |
| 年平均 | 6.3倍 |

但是分析家必须透过表面的数字去考察两种业务的内在品质。连锁店这种生意本身就具有某种相对稳定的条件，比如比较固定的需求，地理位置的多样性和比较快的存货周转率。在这一行业中的一家略具规模的企业，只要不实行卤莽的扩张政策，其收益不大可能有剧烈的波动。但是汽车生产企业的情况就截然不同了。尽管该行业整体上有一定的稳定性，但每个单个的企业都面对‘着业务较大变动的可能，主要原因是时尚潮流的变化。所以我们认为没有什么逻辑可以证明斯塔贝克公司数字所显示的稳定性能够持久不变，因为没有理由能相信，这

家公司对本行业中许多其它竞争对手所必须面对的变动性享有某种特殊的免疫能力。也就是说，斯塔贝克公司优先股的安全性很大程度上依赖于它有一份与其所处行业的总体特性不相符的稳定统计记录。而另一方面，第一国民商店优先股的满意表现恰是与其所处行业的内在稳定性完全吻合的。这种考虑应该在分析家的分析中占有举足轻重的位置，所以与斯一塔贝克公司相比，第一国民商店优先股应该是更为理想的固定价值投资的选择，尽管后前的统计数字要更加“令人心动”。

总结—总结上述的质的因素和量的因素，我们可以得出这样的规律:分析家的工作必须基于数字、基于经得起考验的检验和标准。单有数字是不够的，质的因素方面的考虑可能将根据数字方面的考虑而得出的结论完全推翻。某一种证券的统计数字可以非常“好看”，但如果其未来发展疑虑重重，公司管理层可信度低，仍然应该拒绝对其投资。再次强调，分析家应该对“稳定性”这一质的因素给予较高的重视，因为稳定性体现了基于过去的结果的结论不大可能会发生预料之外的变化。当然，如果分析家能够用非常有利的质的因素来支持足够的数字记录，那么投资的信心就可以更强。

值得一提的是，如果投资过于依赖质的因素方面的考虑—也就是说，如果证券的价格高于其统计

数字本身可以合理支持的水平—则分析的基础就会发生动摇。用数学的语言来说，一份令人满意的统计数字虽不是作出有利结论的充分条件，但却是必要条件。

- **第3章信息来源**

想要讨论信息来源，甚至只是想把来源列出都是不可能的事，因为分析家随时随地都会觉得某些信息有用而给予考虑。在本章中，我们将简明扼要地对一些较重要的信息也考察方法进行阐述;并且还将尽量通过使用案例来说明如何归纳和使用大量的各式各样的信息。

有关证券条件的资料

我们假设在一个比较典型的案例中，证券分析家将主要关注以下几方面的资料:0)这张证券的具体条件，(2)发行证券的公司和(3)该公司所属行业。证券条款记录在有关的手册或统计服务机构提供的资料中。如果分析家想要获得更加详细的关于债券合同的信息，可以双联合同，债券的托管机构可以提供此类文件的复印件。公司股票的条件可在公司章程中找到。这种文件并不是很轻易可以获得的，但如果是该股票是上市股票，则几乎所有相关条款都可以在上市申请中找到，而后者是很容易获得的。

关于公司的资料

向股东提供的报告(包括中期报告)——现在该谈及公司了。最主要的资料来源当然是该公司向股东提供的报告了，但是这种报告的发行频率和完备程度却是各异的，现归纳如下:

所有重要的铁路公司都以月为周期公布扣除租金之后的净收入(净铁路营运收入)数字，有许多还算出可用于股息支付的余额(净收入)。不少铁路公司每周公布载货量的统计数字，另有一些每周公布毛收入数字。每年发行的年度报告手册则刊载比较详细的财务与营业数据。

公共事业企业执行的信息发布政策分为按季和按月两种。一般的数据会包括毛收入、税后利润和可用于股息支付的余额。有一些公司仅仅公布一个最近12个月的毛收入数字—比如美国供水和电气公司(月报)和北美公司(季报)等。还有许多公司每周或每月提供一个以千瓦时为单位的销售数字。

实业公司执行的信息发布政策则是各行其是。在某些行业中通常会有一些本行业绝大多数公司遵照执行的做法。

A.月报——大多数连锁店每月以美元为单位公布销售额。在1931年以前，铜厂每月公布其产量。通用汽车公司每月公布其汽车销量。

在1902年至1933年之间的时期，美国钢铁公司每月要公布未完成订单数字，但从1933年起，又改为

每月公布以吨为单位的交货数字。鲍德温机车制造厂每月以美元为单位公布装船量、新订单量和未完成订单量。而输油管线行业中的标准石油集团则每月公布以桶为单位的的营业额统计数字。

个别公司偶尔发布月度净收入数字，但是这种做法往往是零星发生并且是暂时性的(如奥蒂斯钢铁公司、穆林斯制造公司、阿拉斯加朱诺金矿开采公司)。当业务上升时，公司乐于公布自己的月报数字，而当景况不佳时，很多公司就不再继续这么做了。有时侯在季度报告中也会包括月报数字，美国钢铁公司在1932年之前就是这么做的。

B.季度报告——以季度为周期公布统计数字通常被认为是几乎适用于各行各业的标准程序。纽约股票交易所越来越起劲地推行这种做法，并且在新上市或增发证券中得到贯彻。也有一些特别的行业被认为—或这些公司自认为—，应该豁免于这种要求，因为它们的业务受季节的影响非常大。此类企业包括制糖、化肥和农业等。如果采用每季度公布12个月的移动平均收益数字的方法，就可以掩盖业务的季节波动。大陆罐头公司就采取这种做法。

令人费解的是，所有的大型卷烟制造商和大多数百货公司都仅仅每年公布一次数字。而象伍尔沃斯公司这样规模的企业居然也只是每月公布销售额，而不提供中期净利润统计。更有许多个别公

司，遍布所有的行业，根本就没有季度报告。这些公司的管理层都可以得到中期数字，但就是不提供给股东，并且没有充足的理由。

季度报告中的数据也各有不同。有的只是一个净利润数字(有时候是不包括累积折旧或联邦税的)，而有的则是一份非常具体的损益帐户和资产负债表，并且带有总裁附言。通用汽车公司就是后一类中的典范。

C.年中报告——提供年中报告不构成任何行业的惯例，但橡胶企业也许可以算作例外。个别企业每半年提供一次报告，如美国机车公司和美国羊毛制品公司。

D年度报告——每一家上市公司都要发布年度报告。年度报告一般都要比各类其它周期的报告要详细，而且通常附有董事长附言，总结本年度的业务并展望未来—尽管有的措辞含糊。但是年度报告最显著的特征是公布资产负债表。

损益帐户中所含的信息可谓各有所异。有的报告除了可用于支付股息的收益和已分配股息数字之外一无所有，比如美国皮革公司就是一例。5

关于损益帐户—我们认为如果损益帐户不包括以下项目就谈不上是完整的:0)销售收入;(2)净收入;(3)折旧(和耗损);(4)利息支出;(5)非营业收入(明细);(6)所得税;(7)股息分配;和(8)

盈余调整(明细)。

不幸的是，实际上重要企业中只有不到半数能够提供如此完整的信息。一些企业会对某些数字有所保留——特别是销售收入——理由是一旦被竞争对手或消费者得知后可能会对公司不利，也就会对股东不利。这种论调是站不住脚的，尤其是与目前几乎每个行业都奉行的开拓型政策背道而驰。隐瞒销售收入或折旧费用使得人们根本无法有效地对财务报表进行分析，从而严重地挫伤了证券分析家和股东。而且不可否认，仅让公司的高层管理者了解这些数据有时会给这些人带来巨大私利，而损害广大公众。当然，如果发布信息的周期长于一年也会产生同样的影响。

如果那些沿袭隐瞒信息这种古老弊端的公司的股东们能够有力地对公司的管理层施加压力，那么许多改善措施是可以很快得到贯彻的。

其实我们在前面提出的作为一份完整的公司年报应具备的内容并不一定能完全满足股东们的要求。我们不妨看一看美国钢铁公司的年报，它除了那些我们曾列举的必备项目外，还包括以下信息，所以堪称楷模。

1.产量与销售量;生产能力利用率

2.销售量:

国内和国外的销售量

公司内部和对外销售量

3.营业费用明细

工资:工资标准和雇员人数

国家和地方税支出

销售费用和一般费用

维护费用等;

4.本年度财务费用明细

5.存货明细

6.资产明细

7.股东人数

关于资产负债表—资产负债表这一概念要比损益帐户更为规范，所以也比后者受到的批评要少。过去曾有过的对资产负债表比较普遍的批评是指责其无法将无形资产从有形的固定资产中分离出来，但现在这种批评的声音小多了。阿利斯一查默斯制造公司就是一例。

有许多公司的做法招致了批评，它们的资产帐户中只有净值而缺少折旧扣减额。有的没有提供公司持有的证券的市场价值，比如1932年的澳本海姆·科林斯公司;有的没有指明公司“投资”是可流通的还是非流动的，比如比特斯堡(玻璃)公司;有的以市价和成本中较低一项来报告存货价值，比如1931年的美国瑟兰丝公司;有的没有说明杂项储备的性质，比如海泽尔一阿特拉斯玻璃公司;还有的没有说明自己

持有的本公司证券的数量，比如美国阿奇公司等等。“

向公共机构提供的定期报告——铁路公司和其它大多数公共事业公司被要求向各个联邦和州属机构提供信息。这些信息一般

1.产量与销售量;生产能力利用率

2.销售量:

国内和国外的销售量

公司内部和对外销售量

3.营业费用明细

工资:工资标准和雇员人数

国家和地方税支出

销售费用和一般费用

维护费用等;

4.本年度财务费用明细

5.存货明细

6.资产明细

7.股东人数

关于资产负债表——资产负债表这一概念要比损益帐户更为规范，所以也比后者受到的批评要少。过去曾有过的对资产负债表比较普遍的批评是指责其无法将无形资产从有形的固定资产中分离出来，但现在这种批评的声音小多了。阿利斯一查默斯制造公司就是一例。

有许多公司的做法招致了批评，它们的资产帐户中只有净值而缺少折旧扣减额。有的没有提供公司持有的证券的市场价值，比如1932年的澳本海姆·科林斯公司;有的没有指明公司“投资”是可流通的还是非流动的，比如比特斯堡(玻璃)公司;有的以市价和成本中较低一项来报告存货价值，比如1931年的美国瑟兰丝公司;有的没有说明杂项储备的性质，比如海泽尔一阿特拉斯玻璃公司;还有的没有说明自己持有的本公司证券的数量，比如美国阿奇公司等等。“

向公共机构提供的定期报告—铁路公司和其它大多数公共事业公司被要求向各个联邦和州属机构提供信息。这些信息一般业的详细业务情况、折旧和耗损费用的基准和数额等等。还有一些有价值的数据包括资产、合同条款和会计制度等。

证券分析家会发现这些上市申请材料极为有用，但它们出版的周期是不定的，所以不能作为一个常规的信息来源。

注册上市申请书与招股说明书——1933年《证券法案》规定欲发行新股的企业必须向联邦贸易委员会提交一系列的注册上市申请书。华盛顿将审查这些文件，如果肯付费，其他人也可以获得。注册上市申请书中的重要内容必须包含在招股说明书中，承销商将向有意购股者提供。当然，这些注册上市

申请书和招股说明书对证券分析家和投资者而言非常有价值。

各种官方报告——人们还可以从各种不同的官方文件中发现有关个别公司的信息。下面的例子可以说明这些文件和信息的多样性。1923年美国煤炭委员会的报告(该报告最终成为1925年的议会文件)提供了未曾公布过的无烟煤公司的业务和财务数据。联邦贸易委员会的报告中包含了公共服务控股公司的有关信息。州际商业委员会的一些文件对证券分析家也是极有价值的。抵押托管人可能拥有双联合同要求提供的信息。这些数字可能是非常重要的。比如梅森城和福特·道奇铁路公司4%债券的托管人未公开的报告显示，该公司没有创造出足以支付利息的利润，作为权宜之计由芝加哥大西部铁路公司代以支付利息，所以这些债券的安全性要比设想的糟得多。

统计与金融出版物——证券分析家为完成常规工作所必需的大多数信息都可以很便利地在不同的统计服务机构中查找到。其中包括完整的，定期补充更新的年度手册(比如标准普尔、和穆迪等)、描述性的股票和债券卡，和随时更新的手册(标准统计、费奇、和标准普尔等)。这些服务机构所提供信息的完整性和准确性在过去的20年中得到了飞速的发展，但是仍然不应该完全依靠它们来获得上面所

介绍的所有信息。有一些信息来源是这些服务机构无从获得的，而有时候它们也许会忽视收集某些重要信息。所以如果要对某一公司进行彻底的分析，分析家应该参考原始资料和其它有可能得到的任何文件，而不应该盲信摘要和二手资料。

在金融期刊方面，有必要重点介绍一下《商业与金融记事》，它是一本周刊，附有大量的统计数字。它在工业与金融信息方面的资料通常是比较全面的;而它最有价值的特色是它非常详细地再现了公司的报告及其它文件。

向公司直接索取资料——个人向公司的管理层提出要求或亲自造访也是补充信息来源的重要途径。不应该有什么理由阻止公司的股东要求获取信息或数据。不要忘记股东是公司的拥有者，是公司官员们的雇主。他们不仅有权提出正当的问题，而且有权得到答案，除非另有令人信服的反面原因。

但是对于这一点往往没有给予足够的重视。法律规定上市公司的股东在获取信息方面应该享有与私营公司的合伙人同样的权利，前提是公司的利益不应因此受到损害。如果公司的管理层认为只有隐瞒信息才能使公司免受损失，那么他们须承担对这种情形的举证义务。

迫使某一公司提供信息往往会牵扯到司法程序，费钱费力，所以也没有多少股东会执意以这种

方式最大限度地行使自己的权利。但是实践表明，即使是最有抵触情绪的管理层，也会在强有力的获取正当信息的要求前屈服，特别是当所要求的信息都是同行业其它公司常规公布的时。

关于行业的信息

关于整个行业的统计数据也是非常充裕的。《当前商业观察》每个月都要公布许多不同行业的产量、消费量、股票和未完成订单等信息。“统计摘要”、“世界年鉴”等刊物会公布年度数据。而更详细的数字可以在“制造业双年统计”中找到。

许多贸易期刊都会定期刊登重要的汇总数字，以及对于不同行业的现状和前景的详尽描绘。所以证券分析家不用太费力就可以获得相当全面的有关某行业的历史及问题的背景资料。

- **第4章投资与投机的区别**

投机与投资的区别几乎是众所周知的，但当我们试图准确地给予定义时，却遇到了较大的困难。其实下面这种玩世不恭的定义也是有几分道理的，即投资是一次成功的投机，而投机是一次不成功的投资。可以想当然地认为美国国债是一种投资工具，而普通股，比如美国无线电公司股票—这家公司在1933年既无利润和股息，也没有有形资产的支撑—必定是投机工具。但是对美国国债同样可以进行最典型意义的投机操作(比如大量买人，期待其价格迅速上涨);而另一方面，在1929年，美国无线电公司的普通股却被广泛地认为是一种投资工具，而且被主要的投资信托公司作为投资组合的一部分。

如果能给这两个事物下一个准确的、能被广泛接受的定义，那当然是一件好事，因为至少我们应该了解我们正在谈论的是什么。而另一个更为重要的理由是:1928年一1929年的市场过热和随之而来的崩盘在某种程度上正是因为人们没有正确地区分投资与投机这两个截然不同的概念。所以我们将对这

个问题进行比较彻底的阐述。对此，最好的方法也许莫过于先对人们通常所理解的这两个概念的含义做一个批评性的考察，接着再努力提炼出一个正确并且明确的定义。

通常认为的投资与投机的区别—通常认为的投资与投机的主要区别包括:

投资

1.选择债券

2.足额支付

3.永久持有

4.目的是获得稳定的收入

5.选择安全的证券

投机

选择股票

保证金交易

决速换手

目的是获得可观的利润

选择有风险的证券

对比中的前四项都有一个优点，就是都很明确，而且它们中的每一项也都刻画了一个适用于一般的投资或投机的基本特征。但是，在无数具体的事例中，上述标准并不非常适用C

1.债券与股票——关于这第一项区别标准，我们发现这正是通常人们所广为接受的概念，而且至少

有一个权威的声音也认为所谓投资就应该是局限在债券的范畴之中的7。但也有一种得到普遍承认的观点，即优质的优先股应该属于投资工具，这两种立场显然是背道而驰的。不仅如此，如果认为所有债券都具有内在的，可作为投资工具的优势的话，那将是非常危险的。一张安全性低下的债券不仅是彻头彻尾的投机工具，而且还是毫无吸引力可言的投机工具。从另一个角度来看，如果仅仅因为一支安全性很高的普通股具有获取利润的可能，就把它归人投机一类，在逻辑上也是讲不通的。即使是公众舆论也承认这样一个事实，某些特别优秀的普通股是理想的投资工具，而购买此类股票的人士也属于投资者的范畴。

2、3、足额购买和保证金购买;永久与暂时持有—第二与第三项区别标准是基于一般的方法和目的，而不是投资或投机操作本身的特征。显然，足额购买股票本身并不足以使该笔交易成为一项投资活动。事实上，大多数最具投机性的股票正是要足额购买的，因为没有人肯把钱借出去用于这种目的。相反，在战时，美国大众被鼓励去借钱购买战时公债，这些购买者的投资者身份也从来没有受到过怀疑。如果在金融市场的实践中遵循某种严格的逻辑—这是一个几乎不可能的假设—那么通常的做法将被倒转过来:安全的证券(投资)才更适合使用保

证金交易，而高风险的证券(投机)应该足额缴款购买。

与此相似的是，永久持有与暂时持有的区分也只能是泛泛的，无法准确度量的。有一位普通股方面的权威人士在最近曾指出:所谓投资应该是购买者有意将该证券持有至少一年的时间。8但是这个判断标准除了具有使用起来的便利性以外，在其它方面并没有突破。在某些情况下，这条标准显得有些不够准确。比如在实践中就有“短期投资”这么一种操作。而“长线投机”也是存在的(比如有人被套牢而被迫长期持有证券)，而且有时候甚至有人会有意这么做。

4、5、收入与利润;安全与风险—第四与第五项标准也是紧密相连的，无论是专业人士还是一般大众，都承认此二者的联系程度要超过其它几项。在1928年以前的很长时间里，典型的投资者都将本金的安全和连续获得稳定收入置于最高的考虑地位。但是随着普通股成为长期投资的最佳工具，人们的注意重点也从眼前收入转移到未来收入，和未来的本金升值上来。具有新时代特征的投资，对收入的关心已经完全被对利润的追求所替代，而且投资者更加关注未来的趋势—这些特征正是当前投资信托业的通行政策—因而与投机的区别也变得非常模糊。实际上，这种所谓的投资的准确定义应该是对

状态良好的公司的普通股的投机操作。

如果我们回到这样一个广为接受的观点，即投资的核心目标是获得收入，而投机的典型特征是追求利润，或者说资本增值，那显然是稳妥的。但这个标准是否抓住了投资与投机的本质区别也有些可疑。有许多案例可以证明有时候当前收入并不是投资的主要收益，比如银行股票，这些股票至今仍然被看作是富有投资者首选投资工具。这些股票的股息要少于高级债券，但是人们购买这些股票的目的是希望通过银行收入和盈余的稳步增长从而得到特别分红和本金增值。换句话说，吸引购买者的是待分配的利益，而不是被分配的股息。当然不能把这样的操作称为投机，因为我们不能仅把那些把大多数股息进行分配的银行的股票才称作投资工具，而把那些执行保守政策的、把大部分收入用于积累发展的银行的股票归于投机工具一类。这个结论显然是说不通的。因此，我们必须承认，普通股投资完全可以以盈利能力为基础，而无须考虑当前的股息分配。

这是不是就是新时代投资的理论呢?既然我们承认在战后购买低收益率的银行股票是投资行为，那么在1929年购买低收益率的工业股票是不是也应该被认定是投资呢?对于这个问题的回答将把我们带到最终的答案，但为明白起见，我们还是先来看一

看第五个区别标准—安全性和风险性。这个标准是用来定义所有投资操作的最广义的标准，但在实际中使用时又由于种种缺陷而颇为不便。如果我们凭最终结果来确定安全性，那么似乎又回到了那个玩世不恭的说法，即投资就是一次成功的投机。当然，安全性应该是一个事先考察的因素，于是就又有了许多不确定的、纯主观的余地。赌马的人把注押在“确信无疑的事情”上，他自以为是“安全”的。1929年购买高价普通股的那些“投资者”也曾自以为是安全的，他们预计未来的增长将弥补当时付出的高昂价格，而且会有所盈利。

安全的标准——安全的概念只有在建立在一个有形的、而不是购买者心理的基础之上时才谈得上是有用的。必须要有明确的、成熟的标准来定义或最起码是指明何为安全。正是这一点将1912年的银行股票购买者和1929年的普通股购买者区分开来了。前者所承担的买人价格，凭他们的经验可以认为是比较保守的，他们通过对被投资机构的资源和盈利能力的了解，接受了这一价格，并确信能够收回所有的投资。如果强烈的市场投机使得价格超出了以上述方法判断的合理范围，那么他们将出售这些股票，等待价格回归之后再补回。

如果1928年——1929年的普通股购买者也采用同样的方法进行操作，其结局却是悲剧性的。那么高

价股被冠以“蓝筹股”的美誉，公众在择股时无疑带有强烈的赌博色彩。与前面投资银行股票案例相比，关键的区别在于购买者没有使用一个既定的价值标准来衡量这些股票的价格。随着市场的发展，价值标准也发生了变化，使得当前价格—不管有多高—成为衡量价值的唯一尺度。建筑在这种衡量方法之上的安全概念显然是错误的，而且也是危险的。这种逻辑的极端形式意味着，对于一支优秀的股票来说，没有价格能称得上是过高的，即使它从25美元一路攀升至200美元，仍然可以是同样“安全”的。

我们建议的投资定义——上面的对比指出预期的安全性不足以给出投资的定义，预期必须建立在研究和客观标准的基础上。而同时，投资者也无须只关注当前股息，只要能够确定在或长或短的等待期之后将获得回报即可。从以上两点的角度出发，我们提出以下的投资定义，这个定义既符合对这一概念的惯常理解，又具有一定的精确性:

投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机C

关于这一定义中的一些含义还值得进一步讨论。我们说的是一项“投资操作”而不是一种“证券”或一次“购买”，这是有其原因的。认为某一种证

券具有的内在的投资特征是不对的。价格自始至终都是基本的影响因素，所以一支股票(甚至是一张债券)在某一价位上可以说是投资工具，而在另一个价位上又变成了投机工具。而且，购买一组证券的操作可以是投资，即使单独购买时其中任意一种都不够安全。换句话说，要达到投资的最低要求，有时必须进行多样化以降低单个证券的风险。(例如，在购买价格低于清算值的普通股时，就应该采取这样的投资策略)。

我们还认为应该把一些套利和对冲操作归于投资的范畴，即在买人某些证券的同时卖出另一些证券。在这类操作中，安全性是通过将买人和卖出结合在一起而得到保证的。这是对常规意义的投资的延伸，但我们认为这完全是有道理的。

“详尽的分析”、“安全性”和“满意回报”、以及“有保证”等词语可能都会被指责为不够明确，但这句话的含义已经足够清楚，足以防止任何严重的误解。我们所提的“详尽分析”，当然是指以既定的安全和价值标准进行的研究工作。如果有“分析”得出这样的建议，即以最高收益记录四十倍的价购买通用电器普通股，这种分析无疑应被排除在外，因为它根本谈不_L详尽。

投资中所涉及的“安全性”不是绝对的。这个词的含义其实是指在通常和可能情况下可以免于遭受

损失。例如，一张安全的债券是指它仅会在例外的情形和可能性极小的条件下发生违约。与此相似的是，一支安全的股票也是指在大多数情况下是物有所值，除非有非常意外的情况发生。当研究和经验都表明，存在必须加以考虑的可以感觉到的损失可能性时，我们进行的就是投机。

“满意的回报”和“足够的收入”相比，含义更为广泛，因为前者除了当前的利息和股息以外，还包括了资本增值和利润。“满意”是一个主观色彩浓厚的词，它几乎可以涵盖各种程度的回报，无论多低，只要投资者肯接受，就能成立。当然，这位投资者应该至少是具有一般理性的。”

上面提出的投资的定义要比目前常用大多数定义更为宽泛。购买股票可以是投资，使用保证金交易可以是投资，而怀着快速获得利润的目的进行的操作也可以是投资—虽然通常并不如此。这些都与本章开篇时提到的区别标准中的前四个相抵触。为抵消这种表面的松弛性，我们特别强调要有一个令人满意的、基于详尽分析的安全保障。所以我们在此得出一个结论，即分析的和投资的观点在范围上大体是同一的。

- **第5章证券的分类**

人们习惯上把证券分为两大类别:债券和股票，而后者又可分为优先股和普通股。这种分类所采纳的首要标准是投资者法律地位的不同，债券投资者是借款人，而股票投资者是公司的合伙人。债券持有人拥有获得固定本金和利息的优先权;股票持有人则须在享受所有者的利润的同时承担主要的风险。债券从总体而言具有较高的安全性，而股票具有较多获得投机收益的机遇，以抵消其所承担的更大的风险。传统的教科书正是将这两类证券在法律地位和投资特征的双重反差，来作为证券分类的出发点的。

习惯分类法的弊端:I将优先股与普通股归于一类——传统的分类方法在这一点上一直存在激烈的争议。通过投资实践可以了解到，将优先股与普通股归为一类显然是有欠考虑的，前者更应该与债券同属一类。典型的、标准的优先股是因为有固定收入和本金安全性而被购买的。优先股持有人并不公司的合伙人，而是把自己视作优先要求权(相对于一般

合伙人即普通股持有人而言)的拥有者。他们只是在法律上属于公司的拥有者，他们在投资目标上更象是债券持有人。

2.认为债券是安全的——将债券与股票分为两类的做法主要是考虑到债券是一种安全的投资工具。于是有投资者就相信“债券”一词就意味着使投资免受损失的某种保障。这种想法不仅站不住脚，在很多情况下更成为严重亏损的罪魁祸首。投资者没有因这个错误观念而栽更大的跟头，完全是因为不诚实的证券发行商恰巧也很少利用债券这种形式所具有的投资声誉做文章。当然必须承认，债券作为一个整体，要比一般的股票具有更高的安全性，但这种优势并不是由“债券”这个名称而自然确立的，而是因为当前的大多数美国公司都能诚实并理智地行事，在没有一定的把握前提下不会对某一金融义务做出承诺，所以在这种环境下发行的债券都具有较高的安全性。也就是说，构成安全性的并不是这种义务本身，也不是当企业发生破产时债券持有人的法律地位。安全性是建立在举债会司履行金融义务的能力之上的，并且也是完全由这种能力的大小来衡量的。

一家一无资产，二无盈利能力的公司的债券和这家公司的股票毫无区别，都一钱不值。在资本投人的风险性方面，债券与股票相比并不代表了更高

的安全性，甚至更不具有吸引力。因为债券持有人因为其固定要求权而从公司中获得的收益不可能比他完全地、明确地拥有整个发行公司时所能得到的收益更大。”“这个简单的道理是毋庸置疑的，但是受传统的“债券即代表安全”的理论影响，仍然有许多人认为，仅通过限定自己可获得的收入，就可以得到避免亏损的保证。

3.名称未能对证券加以准确描述——将证券基本上分为债券和股票两类——或者债券、优先股和普通股三类——还有第三个弊端，即在许多情况下，顶着这些名称的证券都是名不副实的。由于越来越多的证券以非标准的形式出现，带着对三种标准形式修正或混合的特点，这种弊端也就越来越明显。

简单地说，标准形式所代表的权利和义务应如下所述:

一、债券:

1.拥有在固定日期无条件收取固定利息的权利;

2.拥有在固定日期无条件收回固定本金的权利;

3.没有对资产或利润的进一步权利，并且在企业的管理方面没有发言权。

二、优先股:

1享有在普通股分红以前按规定股息率分红的权利(因此如果普通股能够分红，优先股就应该足额分红，如果普通股不能分到股息，那么董事会就有权

决定优先股的分红方案);

2.当企业解散时，享有在普通股获得任何支付之前收回规定数额投资的优先权;

3.在企业中没有表决权。

三、普通股:

1.按比例享有企业超出债务和优先股之上的资产的所有权;

2.按比例享有各项优先扣除之后的所有企业利润;

3.按比例享有选举董事会成员或其他事项的表决权。

符合上述权利与义务的债券或优先股有时候被称为“普通债券”和“普通优先股”。

标准形式的各种变体—在今日的证券市场中，不同于上述标准形式的例子俯拾即是。其中最常见的也是最重要的包括以下这些:收入债券、可转换债券、可转换优先股、附认股权证的债券或优先股、参与优先股、享有优先权的普通股、不带表决权的普通股，等等。目前出现的一种做法是由持有人决定是否以普通股取代现金作为债券利息或优先股股息。如今大多数债券都带有可赎回的特征，这也可以算是本金到期日固定的标准条款的某种变异。

至于那些不常见的，各具独特性的变异则是举不胜举了。在附录3中我们罗列了一个相当全面的

清单，并都有实例。在此我们仅想提一下大北方铁路公司优先股的突出例子。在相当一段时期，这支股票无论从哪个方面看都是一只一般的普通股，还有联合煤气与电气公司的债券，它包含了一个非常狡猾和可恶的圈套，即由公司决定是否将它转换成优先股，所以它们根本就不是债券。

更令人吃惊的是最近又出现了一批完全不同的证券，它们与标准形式大相径庭，以至于应该有完全不同的名字。其中最有代表性的是认股权证—它在1929年以前成为一种重要的金融工具，并且也带来了不少灾祸。仅美国海外能源公司一家发行的认股权证就达到10亿美元的市值，这个数字超过了美国1914年的国债总额。附录3还列举了一批新出现的证券形式，例如派股证书、股息参与证书等。

当前的证券种类繁多，各具特色，越发显得传统的以证券的名称进行分类的标准值得争论。传统方式虽然比较简便易行，当然也有一定的有效性，但我们仍认为应该以一种新的，更灵活更准确的分类法取而代之。我们认为，对证券分析最有用的分类标准应该是证券被购买之后的一般表现—换句话说，就是购买者或持有人合理估计的证券的风险一利润特征。

建议采用的新分类法—根据上述观点，我们建议采用如下的方法将证券进行分类:

一、固定价值类证券:以优质债券或优先股为代表;

二、变动价值类高级证券，包括:

1.安全性较高且有获利可能的证券，以优质可转换债券为代表;

2.安全性不够高的证券，以劣质债券或优先股为代表;

三、普通股类型的证券:以普通股为代表。

下面的分类标准同上述比较具有相似性:

一、投资型债券和优先股;

二、投机型债券和优先股:

1.可转换债券;

2.劣质高级证券;

三、普通股。

我们所采用的名称有些新奇，这是为了使我们的分类函盖的内容更广泛一些。下述对各类证券的描述和讨论将使我们更加明了这样命名的必要性。

三类证券的主要特点——第一类中的证券，不管有什么样的名称，其价值的变化是一个较次要的考虑因素，购买者的初衷是本金的安全和稳定的收益。在第二类证券中，本金价值的变化就显得颇为重要，其中第1组，投资者既想获得普通投资的安全性，又想通过转换权或类似的权利来获得额外利润。而第二组，可以明显地感觉到亏损风险的存

在，当然与之相抵消的是相应地存在更多获利的可能。在这组中的证券与第三类证券，即普通股又有两点不同之处:1.它们还享有一些优先权利，也就多了一层保护;2:它们的获利可能，无论多么明确，都是有一定限度的，这一点与普通股有很大的差别。后者从理论上看，或乐观地讲，具有无限的获利可能。

固定价值证券包括所有“普通债券”和以正常价格出售的优先股。除此之外，还可以包括:

1.安全的可转换债券，其转换可能性很小，所以对售价影响甚微;(还包括类似的参与性高级证券或附认股权证高级证券)。

2.有担保的投资型普通股;

3.具有高级普通优先股地位的A类普通股或优先普通股。

在另一方面，如果某一张投资型的债券以极低的价格出售，那么我们认为它应该属于第二类，因为购买者有理由盼望其市场价格能够上扬。

但是，证券价格的波动幅度在什么程度上能够成为证券分类的决定因素，而在什么程度上又可以被忽略不计，这个尺度在实际操作中是很难掌握的。价格因素并不是唯一因素。例如:一张售价为60美元的3%长期债券通常属于固定价值类证券，但是一张在一年内到期的债券，若售价为80美元，则无

论其利率是多少，都不属于固定价值类证券。因为在较短的时间内，这张债券不是以高于价格20%的数额还本，就是宣告无力偿还从而使市值大幅下降。所以，在证券分类这个问题上，不乏这样的案例，即投资者或分析家的个人观点决定了某一证券应该属于哪个类别。

任何带有普通股主要特点的证券都属于第三类，而无须考虑其名称是否是“普通股”、“优先股”或者甚至是“债券”。例如在200美元的价位出售的美国电话电报公司4.5%可转换债券就是一个典型例子，在如此高价位上的购买者或持有者实际上与投资普通股没有什么不同，因为这张债券的价格会追随普通股在大范围内波动。还有一个或许是更明显的案例是克罗伊格和托尔公司参与性信用债券，其公开发售的开盘价之高与其履行金融义务的能力相差悬殊，它的名称除了产生误导作用以外，已经毫无实际意义。这些“债券”都确凿无疑地应该属于普通股类。“

与上述情况相反的例子是，有时侯，某些以高级证券为名的证券，以极低的价格出售，使得低级证券在公司中显然不具有任何所有者权益。在这种情况下，低价债券或优先股在本质上成为了普通股，所以在进行分析时也应该以普通股的地位考虑之。一支价格是10美分的优先股其实就是普通股。

因为一方面它不具备作为高级证券的基本要求，即应有大量的低级投资做保证;而另一方面，它又有所有普通股的利润特点，因为其获利可能几乎是无限的。

后二类证券之间的区分标准与前二类之间同样不确定。对于模棱两可的案例，可以归于任何一种证券类别，或同时归于二种类别。例如:一支利率为以7%的优先股以30美元价格出售时，到底应该算是低价高级证券，还是普通股?答案应取决于该企业的业绩与购买者的看法这两个因素。如果企业的真实价值要高于优先股面值，那么它就具有高级证券的优势。另一方面，购买者是否应把它归于普通股这一类，还要看他是对250%的增值足够满意呢，还是希望获得更高的投机收益。

从以上的论述我们可以更清楚地认识我们进行证券分类的真实意图和特点。决定分类的基础并不是证券名称本身，而是要看其条件和持有人的具体情况。同样，我们着重强调的也并不是持有人根据其法律地位可以要求的回报，而是他实际可能获得的回报，或者在购买行为实施时可望得到的回报。

- # 第6章固定价值类投资的选择

在上文中，我们建议了采用一种根据证券的实质，而不是名称进行分类的方法。接下来我们将逐项讨论针对每一类证券的挑选方法和原理。我们已经指出固定价值类证券包括:

1.优质普通债券和优先股;

2.优质附权证券，但其权利价值过小，可以忽略不计;

3.通过担保或优先权而占有优质高级证券地位的普通股。

对待优质优先股的基本态度—我们把金边优先股与优质债券归为一类，是为了说明这两种证券可以适用同样的投资观念和一般分析方法。虽然这一类优先股的股东在法律上的要求权处于明显的劣势，但我们在此忽略不计，因为优秀的投资决策并不构筑在证券持有人的法律权益上，而是基于企业充裕的财务能力。例如:国民饼干公司优先股在长达30年的时间里一直被认为是优秀的投资工具，这支优先股的持有人显然可以证实我们的上述观点。12

优先股与债券的投资价值不尽相同—但是应该及时指出:象国民饼干公司优先股这样的证券，在历史上可谓凤毛麟角。所以我们无意于提倡对优先股和债券采用同样的投资方法。相反，我们在下面的章节中还要不太情愿地指明:从整体而言，优先股要比债券地位略低，而且投资公众对优先股采取了过分肯定的态度。其实，这些证券中的大多数都不能确凿地保证持续稳定地支付股息。它们应该属于投机型的高级证券(第二类)，在这种情况下，债券与优先股之间的契约方面的差异就显得非常重要了。所以在典型的优先股与有例外情况的优先股之间应该有一个明确的界限。只有后者才称得上是固定价值类投资工具，才可以与优质债券等同看待。在本章中，为方便起见，我们使用“投资型债券”或“债券”来指代所有属于固定价值类的证券。

近期的经历不能忽视——正如我们在导言中所说的，近年来金融界和实业界发生的剧烈动荡促使人们对传统的债券投资理念产生了质疑。将投资收益限定在一定的范围之内，放弃所有可能的投机获利机会，而且在作出这种牺牲以后仍无法避免遭受惨重损失的风险，这种做法对于投资者是否值得?作为回答，我们曾经指出1927一1933年之间的现象非常不正常，不能构成评判投资理论或实践的基础。但是我们也不能忽视另外一个事实，在10年之

前，因为银行利率上涨和企业效益滑坡的双重作用，债券投资者也遭受了严重的亏损。可以认为下一个10年将会很不相同，投资固定价值类证券又将经历一个春天。这是可能的，比如美国经济有可能进人一个较长的稳定发展期，债券从整体而言将表现平稳，不会受到实业界或股票市场轻微波动的影响。但是，投资分析家不可以一相情愿地建立这样一个假设，而忘却历史和现实的教训。

债券本身具有内在的劣势:数量型安全性保障——上述这段历史足以让投资者、证券公司和投资理论家重新考虑如何挑选债券，是否应该采取一种更挑剔、更认真的态度。，那些认为只要是债券就必定安全，就必定比股票风险小的错误看法已经发展到了危险的地步，我们认为与其假设债券这种形式本身就代表了安全性，这正是目前人们的普遍做法，不如放弃假设而更多地关注事实，即(普通)债券是一种收益有限的投资工具。因为投资者在未来的收益是有限的，所以他获得优先的要求权和明确的偿还承诺。但是优先也好，承诺也好，它们本身并不是获得收入的保证，这种保证应该取决于企业履行承诺的能力，并且需要在分析企业的财务状况、经营业绩和发展前景之后作出判断。所以正确挑选债券的方法应该是:找到具体的、有说服力的安全性保障因素，能够支持为之在收益方面作出的牺

性。

更强调避免损失——我们已经提出，债券是一种收益有限的投资工具。于是，又可以得出有关债券投资的另一个重要观点。因为考虑的重点是避免损失，所以选择债券是一个否定的过程，要做的是排除和拒绝，而不是寻找和接受。从这个角度来看，选择债券与选择普通股具有本质的不同。一位有意购买某一普通股的人，他在决策的时候，避免损失和获得收益的考虑因素对他具有同样的影响力。错误地选择了某一支股票和错误地排除了某一支股票，对他会有同样的损失。但是一位投资者无论排除多少债券都不会发生任何损失，只要他不是最终接受了一只劣质证券。所以，在固定价值类证券的投资领域里，没有什么行为可以称得上是过分吹毛求疵或斤斤计较。沃特.巴吉霍特对商业银行家说的话同样也适用于债券投资:“如果发现难以决定或存有疑惑，那么就否定这张证券。; 13

选择投资固定价值类证券的四项原则——下面我们提出四项比较具体的原则，它们可以适用于挑选单个证券:

1.证券的安全性不是以特定留置权或其他合同权利来衡量的，而是以证券发行人履行所有义务的能力来衡量的;

2.对于这种能力的考察，应该更考虑到在萧条期

时的情况，而不是繁荣期;

3.非常高的利率并不能弥补安全性的不足;

4.挑选任何债券作为投资，都应该遵循排除性的原则，并且以法律规定的控制储蓄银行投资活动的具体量化指标来检验。

与传统的原则及方法相比，基于上述原则的债券挑选技术有显著的不同。这些原则并不是一种创新，而是对某些观点的承认和推广，这些观点正在被越来越多的精明的、经验丰富的投资者所采用。下面我们将就这些原则的本质和理由进行更深入的讨论。

I.安全性不是以留置权衡量，而是以支付能力衡量

这是横亘在我们面前的第一个困难。在过去，人们一般关注特定的抵押品，即关注被这张债券拥有留置权的资产的特征和价值。而我们的观点是这些因素实在是非常次要的;主要因素应该是为这张债券承担义务的企业的实力。所以这里就有两个截然不同的看法:一个将债券看作是对某一资产的要求权，另一个将债券看作是对某一企业的要求权。

从本源和目的来看，前者非常有道理。它试图通过给予持有人足够的保障而使他免于遭受风险。一旦企业不能兑现对债券持有人的承诺，那么他可以得到抵押的资产而使自己免受损失。如果这种安

排有效的话是非常理想的，但在实际中鲜有案例能证明其可行。理由有三点:

1.当企业经营失败时，它的资产价值也随之萎缩;

2.债券持有人的法定权利在行使过程中会遇到困难;

3.清算时的拖延及其它不良影响。

留置权不能保证资产的价值不受侵蚀—抵押品留置权是独立于企业经营状况的一种额外保护，这个观念在绝大多数实例中都被证明是一个彻底的谬论。在典型的情况下，抵押品的价值与企业的盈利能力息息相关。债券持有人可以对一条铁路线、一座厂房及设备、一家电厂及其设施、一座桥梁或一家旅店拥有要求权。但是这些资产除了用于其建筑时设想的用途之外，几乎不能满足其它任何用途。如果企业经营失败，那么它的固定资产的可实现价值必然会发生贬值。所以，现行的那种把抵押品的原始成本或估算价值作为购买债券的保障的做法是非常具有误导性的。抵押品的实际价值只有在破产发生时才能体现，而一旦这种情况出现，人们就会发现这些资产的帐面价值既不可靠亦不合理。海边一全佛罗里达铁路公司6%第一抵押债券的情况就很能说明问题，它在1931年铁路完工不久后的价格是1美分。14

留置权持有者的基本法律权利的不可操作性—即使被抵押的资产确实与债务价值相当，仍然很少有债券持有人能够真正获得这些抵押品。与用私有财产进行抵押的情况相比，公司破产时的资产处置程序有很大不同，尽管留置权享有人在这两种情况中拥有的基本法律地位毫无差别。在实践中，我们发现当抵押品的实际价值有可能超过债务的数额时，法庭总是很明显地倾向于阻止债券持有人通过行使留置权来取得这些资产。既然股东或低级债券持有人也同样拥有对公司资产的权益，那么把他们排斥在法律保护之外似乎是很不公平的。基于这种考虑，除非抵押资产的实际价值大大低于债务数额，几乎没有债券持有人能够真正取得这些资产。在大多数案例中，他们得到的一些另一家公司的新证券。有些时候拖欠利息得以支付，债券重新生效。15在极个别的案例中，破产的证券被全额偿付，但需要经过一段极长的，令人恼火的延误。16

拖延的成本是高昂的—这种拖延正是我们反对依赖抵押资产作为债券安全性保障的第三个原因。和留置权相对应的抵押资产价值越高，取得这些资产的难度也越大，而计算出在各种股票和债券之间进行资产分割"公平"比例所需的时间也越长。我们不妨假定一个对债券持有人最有利的清算情景，某位投资者拥有少量的第一抵押证券，在他后面有大

量的低级留置权，正是后者使发行公司资不抵债。由于他拥有对资产的最优先的要求权，所以几乎应该没有什么情况能让他遭到实际损失。但是企业在财务上的困难往往会导致其所有证券在市场上的价格下挫，包括那些价值本来未受侵蚀的证券。随着清算期的继续，市场价格的下跌也在加快，因为没有人肯购买有麻烦的公司的证券。最终，第一抵押债券有可能分毫无损地度过了公司重组，但是在这段漫长的，令人疲倦的延误期中，这位投资者可能面对证券市场价格贬值的局面，而且承受着对最终结局忧心忡忡的心理压力。上述情况的典型案例是密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司4%第一债券和布鲁克林联盟高架铁路公司5%第一债券。n有关清算和重组的话题，特别是这一过程对债券持有人的影响，我们将在后面的章节中给予更详细的讨论。

基本原则应是回避麻烦—综上所述，我们强调债券持有人的首要目标应该是避免麻烦发生，而不是在麻烦中寻求保护。即使在某些情况下特定留置权显示出具有真正的好处，这种好处仍然是在与“固定价值类投资”的相去甚远的条件下实现的。考虑到当公司发生清算时，其证券的市场价格将不可避免地出现严重下挫，投资者必须求助于契约这一事实本身就说明他的投资是不明智的，而抵押资产能给予他的最大的保护也不过是缓和由此造成的

损失。

从第一项原则中得出的引理:1.有无留置权无关紧要——从第一项原则我们可以得出数个对实践具有指导意义的引理。因为在选择证券时对留置权的考虑居于次要地位，所以在选择优质债券时，是否带有留置权也是无关紧要的。一只无担保的信用债券”，只要其发行企业实力雄厚，能够充分地履行其金融义务，应该与其它有抵押品作担保的债券具有同样的吸引力。、不仅如此，它无疑要比一家弱势企业的抵押债券更为优秀。比如在1942年，没有一只抵押债券要比通用电气3.5%无抵押债券更有投资价值。对债券清单作一调查就可以发现，没有抵押品的公司债券的投资价值最起码是与一般的抵押债券不相上下的，因为一家企业要想发行无担保的长期债券，就必须取得更高的资信条件。

2.购买健全企业的最高收益率债务原理——如果一家企业的任一债券可以称得上是固定价值证券，那么它发行的所有其它证券都可以列人同类。反过来说，如果一家公司的低级债券安全性不高，那么它的第一抵押债券也不可能是理想的固定价值证券。因为低级债券不安全，公司经营情况也肯定不佳，也就不会有优质证券存在。所以从理论上讲，债券投资的正确过程应是挑选实力雄厚的公司，然后再挑选这家公司所发行证券中收益率最高的品

种。如果假定我们没有选错企业，那么这一程序的实际效果也将是完美的。发生错误的可能性越大，就越应该在收益率方面作出牺牲，来换取减少资本价值亏损的保障。但是我们还应该认识到:

如果你选择了收益率较低的抵押债券，那就表明你对公司的实力信心不足，如果这种信心不足到了一定的程度，就要考虑是否应该在这家企业的任何一只证券七投资了。

例:占达西包装公司1946年到期的5%第一抵押债券和同一家公司1937年到期的5.5%信用债券。1932年6月，前者的价格为$95，收益率约为5.5%，后者价格为$59，到期收益率高达20%。以接近面值的价格购买5%债券的唯一理由就是相信该公司能够持续发展，并前景良好，因为否则的话债券的市场价格将大幅下跌。但是既然投资者对古达西公司的未来发展拥有信心，为什一么不购买5.5%信用债券而获得高得多的收益呢?答案显然是投资者希望万一他预期错误，公司陷人困境，他能够通过第一抵押获得某种保护。在这种情况下，他作为第一抵押债券的持有人，可能要比其它低级证券持有人的损失小一些。但是值得注意的是，这种情况一旦发生，抵押债券市场价格的下跌幅度与信用债券相比可以说是毫不逊色的。菲斯克橡胶公司的案例就是一个很好的佐证。在1932年4月该公司8%第一抵押债券的

价格低至17美元，其5.5%信用债券的同期价格为12美元。显然，古达西公司5%第一抵押债券的购买者为了对可能发生的损失进行部分保险，而付出了巧%(即两种债券收益率之差)的代价。由此可以看出，他是得不.偿失的。在此我们只能有一个结论:要么他拒绝购买古达西包装公司的任何债券，要么他购买收益率高得多的低级债券。这个结论的适用范围非常广泛，任何一种第一抵押债券以“固定价值证券”形式出售(即市场价格接近面值)、而本公司其它低级证券的收益率较之高出许多的情况，都是符合同样原理的。

除非低级证券拥有显著优势，否则应该首先考虑高级证券—低级证券只有在收益率方面拥有显著优势才值得考虑。如果第一抵押债券的收益仅仅稍逊一筹，那就应该毫不犹豫地支付这笔微小的保险费用，以在发生意外问题时有所保障。

例:艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司4%通用(第一抵押)债券和4%调整(第二抵押)债券，同在1995年到期。它们的相对市场价格可以用来说明这一原理。'

艾奇逊公司普通债券和调整债券各日价格

| 日期 | 普通债券价格 | 调整债 |
|---|---|---|
| 1913年1月2日 | 97.50 | 88 |
| 1915年1月22日 | 95.25 | 86.625 |
| 1917年1月5日 | 95.50 | 86.75 |

| | | |
|---|---|---|
| 1919年2月28日 | 82.375 | 75.125 |
| 1920年5月21日 | 70.25 | 62 |
| 1921年6月6日 | 77.75 | 69.75 |
| 1922年8月4日 | 9350 | 8450 |
| 1923年8月2日 | 8925 | 79.75 |
| 1924年8月1日 | 9D．375 | 84.25 |
| 1925年l2月4日 | 89.25 | 8525 |
| 1930年1月3日 | 93.25 | 93 |
| 1931年6月2月 | 98.25 | 97 |
| 1932年6月2日 | 8l | 66.50 |
| 1933年1月9日 | 93 | 88 |

在1924年以前，艾奇逊公司普通债券的价格一般保持在比调整债券高出7一10个点的水平上，收益率大约要低0.50l00因为这两张债券的安全性都不成问题，所以应该以低10%的价格购买低级券种。1923年以后，这个观点得到证实，两张债券的价差稳步缩小。在1930年全年和1931年的部分时间里，低级债券在很多时候的实际价格与普通债券不相上下。这一关系甚至比1922年一1923年的过大价差更不合理，因为即使两种债券在安全性方面都不存在问题，调整债券在价格和收益率方面的优势也太小，不值得为它而接受一个低级证券持有人的地位。

很快，这一明显的判断就得到了证实。1932年6

月，债券市场发生恶化，上述价差居然扩大到了15点之多。从整个历史记录来看，艾奇逊公司这两张债券的合理价差应该是5个百分点左右，如果显著大于或小于这个数值，就为以一种债券调换另一种债券提供’了机会。

如果符合以下两个条件，我们认为就可以舍乙公司的第一抵押债券而取甲公司的低级留置权债券:

1。甲公司的全部债务都处于安全范围之中，并且甲公司低级债券的收益率要大大高于乙公司债券;或者:

2.如果收益率没有明显差别，那么甲公司全部债务的安全性必须大大优于乙公司债券的安全性。

条件2的一个例子：

| 证券 |
| --- |
| 太平洋电力和照明公司5%第一抵押债券，1955年到期 |
| 美国煤气与电气公司5%信用债券，2028年到期 |

注：*平均结果与此相似。

毫无疑问，当两张债券的价格相差无几时，但美国煤气与电气公司的低级债券应该比太平洋电力

和照明公司的第

先考虑，因为其总费用保障倍数明显更高。

一、抵押债券优

“优先债券”的特殊地位—在铁路行业一中，有一种“优先债券”("underlyingbonds")，它们通常被认为具有特殊的特征。这类债券的规模较小，其安全性的保障来自对债务公司系统中非常重要部分的留置权，在它之后，通常会有一系列的“一揽子抵押”。优先债券往往都享有第一留置权，但也可能是第二甚至是第三留置权，如果比它级别更高的债券也具有较小的规模的话。

例:纽约与艾里铁路公司4.5%第三抵押展期债券，到期日为1938年，优先级别低于另外两种数量较小的高级债券，这两只债券的留置权覆盖了艾里铁路主于线很重要的一部分。在它之后有四项优先级别递减的一揽子抵押，所以它可以被认为具有优先债券的特征。

无论整个公司发生了任何情况，具备这种特征的债券可以说是绝对安全的。它们在所有的重组中几乎都能安然无恙，甚至在清算期中也仍有利息收入，这主要是因为它们在整个债务中占有的比重非常小。但是如果公司破产，它们的市场价格仍然会受到影响。

例:密苏里太平洋铁路公司5%第二抵押债券，

1938年到期，是密苏里太平洋铁路系统中的优先债券，在1915年一1933年间的公司清算期，这张债券的利息仍能得到保证，而且其市场价格也能基本保持不变。(密苏里太平洋铁路公司4%第三抵押债券，1938年到期，也是一张优先债券，但优先级别低于前面所提到的那只。)它的利息虽然能够保证，但是市场价格在1932年一1933年间跌至50美元。)

所以，从某种意义上说，对于我们曾讨论的规律:没有优良的公司就不存在优良的债券，优先债券是一个例外。这类债券的绝大多数都被机构或大投资者持有。(某些公共事业控股公司的营业性子公司发行的第一抵押债券也是如此。)

对于铁路公司发行的此类债券，铁路位置和路段的战略价值至关重要。以系统的非干线和非赢利部分为抵押的第一抵押债券有时侯被称为“分部留置权”，并不是我们在本章中所讨论的真正意义上的优先债券。比起某些在表面处于更低级别的一揽子抵押债券，以非重点路段为抵押的分部第一留置权在公司破产时的待遇甚至要更可怜。

- **第7章固定价值类投资的选择:第二与第三原则**

Ⅱ.应以萧条期作为考察债券的基础

优秀的投资应该能够经得起经济萧条期的考验，这是一句老生常谈了。在经济环境有利的时候，任何债券都会有上佳表现;只有在经济萧条的时候，才能体现出优秀债券的可贵之处。所以，精明的投资者总是愿意投资于历史悠久，久经考验的企业。

安全性的根据:行业的性质或保护程度——对债券能够免受经济萧条影响的信心可能基于两种不同的原因:投资者可能认为企业的性质决定了其盈利能力不会出现大幅度萎缩，也可能是认为其安全边际指标如此之高，即使盈利能力出现萎缩亦不会有危险的结果。照明与电力行业的债券主要就是以第一个理由得到青睐，而美国钢铁公司子公司的债券则是由于第二个理由得到青睐。前者值得购买是由行

业的性质决定的，而后者则是由保护程度决定的。在这两种原因中，人们通常愿意信赖的是第一种，因为它试图从根本上避免危险。投资一个对风险具有免疫力的企业，似乎要比依靠一家公司的金融实力度过难关简单得多。

没有一个行业能够完全免受经济萧条的打击——反对这一投资理论的理由当然是根本就没有一个行业能够完全超脱于经济危机之外。所谓超脱是指该行业的盈利能力绝无发生任何萎缩的危险。不容否认，和其它企业，比如钢铁公司相比，爱迪生集团公司的利润下降微乎其微。但是，如果仅仅根据该企业景气时的盈利能力来评价其债券，那么即使是微小的利润下滑也会是致命的。一旦承认—通常也是必须承认的—企业的利润将发生一定程度的下降，投资者就将被迫对可能的下降范围作出估算，并与满足利息要求之后的盈余进行比较。于是投资者就会发现自己所处的境地无异于任何其它债券的持有人，非常依赖于公司对经济气候阴晴的适应能力。

所以，对于各类行业，不应划分为是否受到经济萧条的影响，而是应该划分为受到影响程度的多少。企业的性质越稳固，其债券安全性也越好，债券利息支付占正常收益的比例就可以越大。随着企业稳定性的下降，安全边际要求也要随之提高，以

保证利息费用能够被支付;换而言之，其债券占有企业总资本的比例应该更小。

投资实践承认行业特性的重要性——投资实践家们早就对这一概念有根深蒂固的了解。将企业分成三类—铁路、公共事业和工业—就是为了反映其内在的相对稳定性，以及由此产生的对超出利息费用之上的利润保障的要求。举例来说，如果一家铁路公司的利润是其所负担债券利息的两倍，投资者可以认为它是很安全的，但如果换了一家工业企业的债券，同样的安全边际就不够了。在1920年到1930年之间的10年里，公共事业行业的状况经历了剧烈的变动。一条鸿沟将该行业划成两边，一边是照明、供热和电力业，另一边是有轨电车业，尽管在以前两边没有什么显著区别。由于电车公司效益低下，被金融圈内人士抛在了“公共事业”范畴之外，而对于公众来说，所谓公共事业企业应该严格地界定为电力、煤气、供水和电话公司。(后来，有人不遗余力地试图将公共事业行业的范围扩大，将其它诸多行业都包容进来，包括天然气、制冰、煤炭甚至仓储企业。)公共事业作为一个行业一直发展稳健，即使是面临1924年到1927年间的小幅工业衰退也未受影响，在投资者心目中占有非常有利的地位，所以到了1929年，公共事业行业拥有了与铁路业相等的信用等级。随着经济萧条的加剧，公共事

业行业与交通运输业相比，其总收入与净收入的萎缩都相对要小得多。于是，将资本雄厚的照明和电力企业债券取代优质的铁路公司债券，作为理想的公司投资工具之首选是有道理的。(在1933年，由于费率降低、政府竟争和通货膨胀的威胁，公共事业企业的债券和股票的热门程度受到较大影响。但尽管如此，作者仍然对上述结论深信不疑。)铁路与公共事业企业总收入、净收入及优质

铁路与公共事业企业债券平均收益对比表

| 年代 | 铁路 | | | 公共事业 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 总收入1 | 净收入2 | 铁路债券收益率% | 总收入4 | 总收入5 |
| 1922 | 5618 | 777 | 4.85 | 1435 | —— |
| 1923 | 6356 | 978 | 4.98 | 1593 | —— |
| 1924 | 5985 | 987 | 4.78 | 1691 | —— |
| 1925 | 6189 | 1138 | 4.67 | 1827 | —— |
| 1926 | 6451 | 1231 | 4.51 | 1995 | —— |
| 1927 | 6206 | 1085 | 4.31 | 2113 | —— |
| 1928 | 6185 | 1195 | 4.34 | 2230 | —— |
| 1929 | 6355 | 1274 | 4.60 | 2309 | 5004 |
| 1930 | 5342 | 885 | 4.39 | 2382 | 4966 |
| 1931 | 4236 | 537 | 4.61 | —— | 4811 |
| 1932 | 3162 | 332 | 5.99 | —— | 4339 |

注:上述资料的具体来源，参见附录10,

计量单位:$

1.所有美国一级铁路公司的运营收入，包括转轨公司与总站公司;

2.包含在上述总收入数字中的所有美国一级铁路公司的运营净收入;

3.15张高级铁路债券及15张高级公共事业债券平均收益率，由标准统计公司提供;

4.煤气、电力、热力、能源、运输、与供水公司的总收入与净收入，由美国商务部提供，该系列数字统计至1930年;

5.显示最新趋势的新统计数字列(接续美国商务部提供的截止到1930年的公共事业总收入数字)，由作者根据当时的若干期“当前商业观察”整理而成，包括电力、煤气、有轨电车、与电话公司;

6.电话公司净运营收入与其它公共事业公司的净收入，由美国纽约联邦储备银行提供。

认为某些群体具有稳定性的看法在1931年一1933年间不攻自破—对1932年的债券报价单的考察对这样的观点提出了质疑:对于投资者而言，某些行业确实比另一些行业存在着一定的优势。那些上市已久，市场价格下挫颇多的证券，几乎是不偏不倚地覆盖了所有三个种类的企业。每一只以清算价出售

的工业证券几乎都可以找到状况相似的属于铁路甚至是公共事业企业的难兄难弟。这种情况说明投资者针对萧条的自我保护功能只能在所谓“一般萧条”时发挥作用，而面对1931年—1933年那种灾难性的大萧条时就无能为力了。但是，如果能够遵循我们的建议，将这些年里的经验当作是一种对投资规律进行探索的实验，那么还是会得到一些对未来不无裨益的结论的。

债券价格滑坡的各种原因:1.公共事业企业的过度举债——如果在泡沫消退之后对那些经历了价格崩溃的证券进行一番研究，我们不难发现每一类证券价格崩溃的原因都是各不相同的。公共事业企业的破产并不是由于收益下降，而是因为过于庞大的负债结构而无力经受一次中等程度的经济衰退。根据先前的标准衡量，那些资产结构相当合理的企业可以轻而易举地满足债券的利息要求。但是对于许多采用金字塔式资本结构的控股公司就不同了，它们业务高峰年度收入的每一块钱都被用于支付固定利息费用，因此一旦利润发生萎缩，就几乎没有任何回旋的余地。所以公共事业企业面临的普遍问题与照明或电力业务本身无关，而是由其过于铺张的财务政策导致的。而绝大多数投资者在公共事业企业债券上的损失本是可以借助一个寻常的规律得以避免的，那就是谨慎地挑选债券。退一步说，即使

是处于正常的经济周期中，那些采用不良财务政策的企业，最终也注定要崩溃。所以，挑选优良的公共事业企业进行投资的理论，不会因为1931一1933年的这段历史而遭到抛弃。

2，对铁路企业收益稳定性的高枯——谈及铁路企业，我们发现情况颇为不同。症结所在是运输业的稳定性被高估，投资者认为满意的安全边际最终却被证实是不够的。这并不是象在讨论公共事业企业时那样，对既有的安全标准的忽略;而是在实际条件已经提出更严格要求时，还继续满足于原有的标准。如果做一次回顾，我们不难发现，自战前时期以来，农村大规模发展，而铁路企业却没能成功地随之增加自己的收益，这已经是一个进入弱势的征兆了，投资者就应该采取更警惕、更明确的态度了。如果投资者将自己施加于工业企业的投资选择标准适用于铁路企业，那么他应该将选择范围缩小到更少的、状况更良好的铁路企业上‘9。事实也证明了如此，几乎所有符合上述标准的铁路公司都经受住了自1929年起的运输收入大滑坡的考验，没有影响到承担其债券的固定利息义务。这是否是一次明智选择的案例，已与我们在此的讨论不甚相关。前车之覆，后车之鉴，我们可以发现，如果以经济萧条期为基础挑选铁路企业债券，就意味着须将正常时期的安全边际进一步提高，高于先前所认为的

必要水平。

3.工业企业收入水平起伏不定——在工业企业方面，我们又遇到新的问题。工业企业债券的价格崩溃基本上不是由于不良财务政策，也不是由于投资者对安全边际估计不足。在许多案例中，我们发现企业盈利能力的消失是突如其来的。例如海湾州钢铁公司，自1922年到1929年的时期里，每年的收入至少是1929年所须负担利息的3.5倍。但在1930年和1931年，营运亏损巨大，以至影响到生存。20还有许多基础工业，比如古巴的制糖企业和美国的煤矿企业，在1929年之前就已经发生萎缩。在过去，这种萎缩往往都是暂时性的，投资者有理由坚持持有这些企业的债券以图它们能迅速恢复。但在这次，糟糕的经济条件持续了很久，大大超过了以往的时间长度，使投资者基于经验的计算流于破产，而他们的投资也损失惨重。

从这些案例中，我们必然能得出这样的结论:即使是在正常时期看来已显得很高的安全边际，在持续不断的经济萧条期中也有可能变得不足C所以仅仅提高工业债券在正常时期的利息保障倍数标准，是不足以保证避免未来可能的损失的。

几乎没有工业债券能在1932年一1933年间保持投资级债券的地位—我们不妨考察一下有债券在纽约股票交易所上市、并在1932年至1933年间仍然保持

较高信用等级的工业公司名单，它很能说明问题。如果我们的挑选条件是，其价格能够表明人们对它的安全性还较有信心(即价格不低于$90，或到期收益率不比7%高出太多)。在所有在纽约股票交易所进行交易的2.00多家企业中，只能挑出区区18家。它们的名单如下:

| 公司及证券名称 | |
|---|---|
| 1美国机器与铸造公司 | 15年偿债基金，6 |
| 2美国炼糖公司 | 15年、6%，l937年 |
| 3联合石油公司 | 12年，6%，l935年 |
| 4谷物制品加工公司 | 第一偿债基金，5 |
| 5通用烤制公司 | 信用债券，5．5% |
| 6通用电气公司 | 40年信用债券，3 |
| 7通用汽车承兑公司 | 信用债券，6%。l9 |
| 8亨布尔采油和炼油公 | 10年信用债券，5 |
| 司 | 信用债券，5%，l9 |
| 9IBM公司 | 计算一制表记录公 |
| 10利格特和迈尔斯烟草 | 信用债券，5%，l9 |
| 公司 | 信用债券，7%，l9 |
| 11P．劳里拉德公司 | 信用债券，5%，l9 |
| | 信用债券，7%，l9 |
| 12国民炼糖公司 | 华纳炼糖公司第一 |
| 13皮尔斯伯瑞面粉公司 | 第一债券，6%，l9 |

| | |
|---|---|
| 14史密斯(A.o)公司 | 10年，6．5%，l9 |
| 15索科尼一真空公司 | 通用石油公司第一<br>标准百油公司(纽<br>白鹰采油和炼油公 |
| 16印第安纳标准石油公司 | 泛美石油与运输公<br>辛克莱原油采购公<br>辛克莱输油管道公 |
| 17新泽西标准石油公司 | 20年，5%，信用 |
| 18美国钢铁公司 | 伊利诺依钢铁公司<br>田纳西煤钢铁路公 |

上述公司中的大多数都是在各自领域里的佼佼者。这一点说明在规模方面占有压倒性优势是工业企业对付恶劣经营环境的有效特征，同时也意味着投资工.业企业必须选择大型企业。即使是在1922一1929的繁荣年代里，小型工业企业的债券也不能充当可靠的投资工具。有太多的因素可以让一家本来拥有良好盈利能力企业在瞬间遭到毁灭性的打击。‘实际上，由于不可知因素的数量非常众多，足以得出这样的结论:中小型工业企业的稳定性具有先天性不足，所以它们利用债券进行融资是不适宜的。如今将工业企业债券与转换权和认股权证相结合的做法越来越流行，正是对上述弱点的默认。我

们在后面有关“具有投机性质的高级证券”的章节中将会继续讨论这种做法究竟能在多大的程度上弥补工业企业债券安全性不足的弱点。但是无论如何，这种求助于利润分享方案的做法的广为流行，只能证明小型工业企业的债券不具备作为固定价值投资工具的资格。

**优质债券不可得并不是购买劣质债券的理由**——如果我们建议将直接投资工业企业债券的范围限定在具有行业垄断地位的企业上，接下来遇到的问题就是此类公司数量稀少，而且许多并没有债券可供购买。另一个反对意见也将接踵而至，即总是持此观点将严重地阻碍对非大型企业的正当投资，并给整个投资银行界的操作带来冲击性的影响。我们认为所有对此类问题的回答都不足以构成让步的理由，只要债券本身品质不良，即使其价格值得投资也不应该给予考虑。市场上缺乏优质债券的事实永远也不应该成为发行或接受劣质债券的借口。更不必争论的是:投资者永远都不必被迫接受任何安全级别低下的债券。只要肯在收益率上做一些牺牲，无论要求多么苛刻，能满足的债券总会有的。我们在后面将会指出，以安全性为代价来追求收益率最终往往是得不偿失的。从公司及其投资银行的角度看，如果他们发行的证券在质量上有欠缺，那么就必须提供足够多的获利可能来补偿投资者所承担的

风险C

关于发债筹资的争议——接下来我们要分析的是两种广为接受的对发债筹资的观点。第一个认为发行债券对企业的财务状况而言是一个劣势因素，所以尽量减少长期债务应该成为企业不懈追求的目标。第二个认为如果企业无法通过出售股票筹得足够的资金，那么发行债券就是无可厚非的。我们对这两种广为传播的观点均持反对意见。因为无论同意哪一个都意味着发行债券不存在真正站得住脚的理由。这两种观点都具有同样的前提:即只有财务状况不佳的公司才考虑发行债券，如果真是这样的话，世上将没有投资者情愿购买的债券了。

关于发债筹资的正确观点——其实，发债融资的正确理论具有完全不同的含义。对于一家蓬勃发展的企业，合理数量的长期债务是有利的，因为股东们可以通过使用债券持有人的资金，获得多于债券利息的收益。把债务的数量限定在一个合理的范围之内，从而保证无论发生什么情况，其安全性都不会有问题，这对公司和投资者都是有好处的。所以，正确的财务政策不会使举债公司和债券投资者之间发生根本的利益冲突。另一方面，如果在某家公司发行债券时带有勉强和被迫的因素，那么这张债券必定质量不佳，在纯粹投资的价位上购买它将是不明智的。

实践中的错误做法——但是，多年以来，公司们采用的，并且被公众接受的财务政策却是与上述这些基本理论背道而驰的。比如铁路公司，它们通过发行债券来满足巨额的资金需求，使得长期债务与股本的比例失衡。所有权威人士都一而再地对使用这种做法进行检讨，但同时又再而三地把它视为唯一的选择，因为低下的收益率使得股票难以发行。然而如果后者属实的话，投资者就不应该购买债券。很清楚，如果举债人自己都抱怨借钱的必要性，投资者再借钱给他们就太过卤莽了。

当投资者们毫无逻辑支持地将自己的钱财借给没有实力的公司时，另有许多有实力的公司则通过发行额外的股票来清偿债务。但是如果企业确有举债的基础时，发行股票的做法显然应该被视为不理智。因为对于公司的股东来说，能以较低的利率借得数量合理的借款是有好处的，那么以发行额外的股票来取代举债就是将这种好处放弃了。消除债务自然能使管理问题更为简单，但股东的利益也应该在一定的程度上得到尊重。否则的话公司将不断地从股东们手里索取钱财，而不会以股息的形式给予返还。还需要指出的是，1927年—1929年间人们对债券赎回的狂热给银行业带来了巨大的干扰，因为大多数安全的商业借款者由此而消失了，取而代之的却是一批二等信誉的商业贷款和股票抵押贷款，

这些金融工具都潜藏着巨大的风险。

上述讨论对投资者的意义——上面关于近十年来工业企业债券状况的分析与本章的主旨息息相关，即应将经济萧条时的标准施用于固定价值投资工具的选择上。如果认识到对于工业债券要采取极端苛刻的选择标准，那么债券投资者们面对的将是一个更为狭隘的选择余地，因为许多极有实力的公司的长期债务也将被排除在外。很清楚，投资者们的正确反应应该是宁缺毋滥，而不能将就妥协。有一句话似乎已经成为金融圈中的格言:只要有可用于投资的资金，它就会被用于投资;如果没有收益理想的可靠证券可供选择，它就会寻找次一等的出路。但是一名谨慎、精明的投资者将避免这种情况的发生，宁可接受收益低下但安全性良好的债券，也不会被较高的利率引诱，而拿自己的本金冒风险。

总结——认为值得购买的债券应该能够经受经济萧条的考验是传统投资理论中的一部分。随着1929年经济繁荣的顶峰的到来，这个道理似乎已经从人们的视野中消失，但在接下来的时间里，它的重要性被以一种痛苦的方式得到了验证。在这段期间里，资本结构合理的电力与煤气公司的债券表现令人满意，少数在1930年以前在利息要求之上有足够安全边际的铁路公司债券的表现也不错，只是程度有所不及。但是在工业企业中，许多优秀的历史

记录都变得靠不住了，特别是那些中小规模的公司。基于这个原因，投资者只有通过将自己投资的工业债券局限在下述两个标准之内才能避免在形势逆转的情况下遭受损失:1.具有主导性的规模;2.收益大大高于债券利息。

Ⅲ.第三原则:舍安全而取收益得不偿失

传统债券投资理论认为在利率和风险之间存在着数学的关系。利息收益可以划分为两部分，第一部分是“纯利息”，即在毫无风险的前提下可以获得的利息;第二部分是为承担风险所做的补偿。举例来说，如果假设纯利息部分是3%，那么利率为4%的投资意味着有1%的损失可能性存在，而利率为8%的投资的风险则是它的5倍，也就是二十分之一。(考虑到可能存在“保险利润”，也许实际上风险并没有这么高。)

这个债券投资理论认为债券利息与保险费率非常相似，将风险进行了具体明确的估算。其推论是投资于不同收益率的投资工具，其最终的收益是相等的，因为高受益率带来的额外利润将会被更高的本金损失概率抵消。反之亦然。

收益与风险之间不存在数学关系——然而，我们认为，这个观点与债权投资的现实没有太多的联系。证券价格和收益率不是由任何对预期风险的精确数学计算决定的，而是取决于证券的“热门程

度”。这个热门程度主要反映了投资者对将要承受的风险的总体态度，但同时也受其它因素的影响，比如公众对发行债券公司的熟知程度，债券的发行时机，以及债券出售的容易程度(流动性)等。

值得指出的是，无论是理论还是实际操作，对预计风险的精确计算都是办不到的。对于不同种类债券的预期“死亡率”，是找不到一个现成的统计表的。即使经过一番冗长而又疲惫的研究，制造出这样一套表格，其对于未来的实用性也是值得怀疑的。在寿险行业中，年龄与死亡率的关系是被精确定义的，仅会发生逐渐的变化。各种建筑物与火灾危险之间的关系也是如此，只是联系程度上没有前者那样紧密。但是不同投资工具与其发生损失的风险之间的关系却很不确定、很容易发生变动，因此也无从引入有效的数学计算公式。这一点是确凿无疑的，因为投资风险不是在各个时点上均匀分布的，而是集中于一段时期，即在整个经济形势的萧条期间。所以典型的投资风险类似于寿险或火灾险中不可计算的例外因素—大火灾或流行病。

自我保险在投资中基本不可能——如果我们能够保证在收益与风险之间确实存在精确的数学关系，那么结论就是向所有投资者推荐收益最低——也就是安全性最高—的债券，因为个人是没有资格充当保险人的。投资者的作用不应该是因为承担风

险而受益，相反，投资者的利益应该体现在通过付给别人保险费而获得免遭损失的保险。让我们假设一位投资者拥有这样的选择:投资1000美元，每年得到30美元收益并不承担任何风险;或者每年得到80美元收益但需承担这样一个风险，既每20年中会有1年蚀本。后者额外的50美元收益与它承担的风险在数学上是相称的。但对于个人投资者，是没有能力为每年50美元的额外收入而承受1000美元本金损失的风险的。与标准的通过支付小额资金获得火灾保险或偷盗保险过程相比，上述做法是完全背道而驰的。

周期性风险因素——谨慎的投资者不应该让自己扮演保险公司的角色，为获得额外的利润而承担蚀本的风险。有一个理由可以支持这个论点，有效的保险操作要求风险的分布尽可能均匀，以减少运气的影响程度，并让概率法则发挥其最大作用。投资者可以通过分散投资做到这一点，但在实际操作中他无法达到保险公司所达到的风险分散程度。因为在经济萧条期间，许多风险投资可能同时崩溃，于是投资高收益工具的人们会在一段高收入(很有可能已经被花掉了)期间之后经历一个突然的大幅蚀本。

可能会有这样的说法:从总体上而言，高收益投资工具高于纯利息部分的收益能够弥补承担的风险

并有所盈余。换句话讲，作为承担风险的回报，投资者在长久操作中的收益将大于所亏损的本金。很难判定这种说法究竟是对还是错。但是即便根据精算准则，高息票率从总体而言足以弥补所承担的风险，作为一个广大普通投资者中的一员，这种债券仍然不是理想的投资工具。即使所有的保险公司都能赚钱，我们所坚持的个人投资者不应该把自己变成一个保险公司的观点依然成立。无论是资金上还是心理上，债券投资者都不具备大规模从事此类活动的能力:从正常收益中建立储备，以备应付在萧条期间发生的巨额本金亏损。

风险与收益不可相互抵消—上述讨论给我们带来的结论是这样的:本金风险与收入回报是不可相互抵消的。从实际操作来看，接受蚀本风险的补偿不仅仅是高息票率，而应该是相应的本金增值的机会，即购买债券时享受可观的价格折扣，或获得非常有利的转换特权。虽然从数学上看，用高收入抵消本金风险和用增值机会抵消风险之间并没有什么不同，但二者在心理方面的区别却是很重要的。在购买低价债券时，投资者对风险有足够的意识;他更可能进行彻底的调查和仔细的利弊权衡;最后——也是最重要的—他做好了承受损失的准备，他的利润可在一定程度上用于弥补损失。所以，实际的投资经验并不鼓励以平价购买高息票率债券，事实并不

如人们想象的那样，高达7%的利率足以成为购买低安全性债券的理由。21

“商人之投资”的谬误——具有上述特征的债券在金融界被称为“商人之投资”，它被认为适合那些能够承担一定风险的投资者。在1923年到1929年之间发行的大多数外国债券均可归于此类，而一大批普通优先股也属此列。根据我们的观点，这种“商人之投资”是一种没有道理的投资。能够承担风险的证券购买者应该关注的是与风险相称的价格方面的获利机会，对所能得到的利息收入的关注仅是第二位的。

建议反常道而行之——更一般地说，投资者更应该以与惯常相反的态度来看待利息收益。在选择与自己相适宜的债券等级时，他们习惯于从备选表的首行开始看起，那里往往是安全性最高而利率最低的债券，然后开始计算如果能够在债券等级上作出让步的话可以得到多高的利息收益。站在这个角度来看问题，普通投资者会逐渐形成这样的习惯思维，即:适合自己投资的债券品种应该是在最高等级之后。这种惯常的思维方式很可能导致其接受非常不好的债券，既可以是因为被高利率引诱，也可以是被债券推销员的言辞所打动。

更好的挑选程序应该是从能接受的最低安全等级开始，备选的债券至少都应该在这个底限之上。

所有不能满足这个安全要求的债券都将被自动排除在纯粹投资的考虑范围之外，而无论其有多么高的利率，多么诱人的前景，或其它的特殊优势。在这样的一个有限的投资范围之内，投资者才能进行其它的挑选程序。他可以要求大大高于底限的安全标准，并在一般情况下须为此作出收益率方面的牺牲。他也可以迁就自己在企业性质和管理风格方面的偏好。但是，最基本的一点是:挑选债券时应该从明确的底限出发向上搜寻，而不应该从最安全但又难以接受的证券开始，漫不经心地向下搜寻。

- **第8章债券投资的具体标准**

IV.第四原则:必须采用明确的安全标准

因为挑选优质债券的过程实际上是一个排除过程，所以应该引人非常明确的规则和标准，以剔除那些不够资格的债券。事实上，在美国的一些州已经将这种做法通过立法的形式来操作，用来规范储蓄银行和信托基金的投资行为。这些州的大多数，都由银行监管部门每年列出证券的名单，在名单上的证券都是合乎监管规定的，因而被认为是“合法”的，即是可供购买的。

我们的看法是这种引人既定标准和底限的做法应该推广到整个纯粹投资领域中去，所谓纯粹投资就是指单纯以利息为收益的投资。这些立法形式的限制，目的在于提高平均的投资质量水平，保护存款人和受益人避免由不安全证券造成的损失。如果这些法规对于机构投资者是有效的话，那么个人投资者也应该遵守。我们在上文中已经否定了这样一种流行的观点:即普通投资者能够承担比储蓄银行更大的投资风险，所以也就没有必要对所投资证券的

安全性斤斤计较。1927-1933年的经历不容置疑的强调，有必要从总体上提高投资标准，而达到这一目的的简单方法之一就是将所有可选择的普通债券限定在以下的范围内:法律规定可供储蓄银行和信托基金投资的范围。这种做法和我们的基本准则非常协调，纯粹投资只能局限于安全性无可怀疑的证券上，那些较次等级的证券只能在明确的投机基础上考虑购买。

以纽约州储蓄银行法为出发点——作为一项实践性的政策，一位个人债券购买者可能通过参照储蓄银行的严格的投资规定而获得令人满意的效果。但是这种做法不能被建议为一种通行的投资准则，因为法律条款本身尚不完美，不能作为目前可得的最佳理论标准。美国各州的做法相差很大，它们中的大多数在一些重要的方面已经过时了;没有一种称得上完全有道理或科学。立法者的出发点不是为广泛的稳健投资建立标准，而是为储蓄银行和信托基金设立仲裁性的限制条款。纽约州的法律通常被认为是此类法律中最完善的，但它也有一系列明显的不足。在形成一个全面的投资标准的过程中，纽约州的法律不是最终的权威，而仅仅是一个指南或出发点。我们下面的讨论将紧紧围绕该法律条款(1934年版)展开，同时在必要时，要对这些条款提出批评、否定或扩充。

纽约州法律规定的一般标准

该法律对于债券投资设定的特殊要求分为七类，我们将逐一进行讨论。

1.政府和企业的性质和区位;

2.企业或其证券的规模;

3.证券的条件;

4.偿付与股息支付记录;

5.收益与利息要求的关系;

资产价值与长期债务的关系;

股本与长期债务的关系。

性质和区位

约束储蓄银行的法律中最显著的特征是将某些债券类别完全摈弃在外。纽约州有关债券投资的法律条款可归纳如下:

被接受的债券:美国联邦政府、州政府和市政府发行的债券;铁路、

煤气、电力和电话公司债券;以房地产为抵押品的

第一抵钾债券。

被排除的债券:外国政府或外国公司发行的债券;有轨电车和供水

公司债券;所有工业债券;金融公司(投资信托公司、信货机构等)的债券。

全盘否定的谬误——该法律显然代表了这样的

观点:被摈弃在外的债券由于其性质不够稳定而不适于储蓄银行投资。如果这个观点完全正确，那么根据我们前面所讨论的理由，所有此类债券也同样不适合保守投资。这种结论将引起金融领域里的革命性变化，因为目前在投资市场中筹集的很大一部分资本将被迫以投机性的价格来获得。

我们的观点是:投资选择范围的显著缩小是由于债券投资者在相当长时期内的不愉快经历造成的，但是对于我们正在讨论的这种全盘否定策略也存在着强烈的反对意见。投资理论应该避免简单的一般化。例如:虽然如第7章所述，工业债券的不稳定有目共睹，但是将这一类债券完全置于投资考虑之外显得既不理想也不实用。确实存在着一定数量的工业证券(尽管占总量的比例甚小)即使用最严格的标准来衡量，其投资价值仍然无可挑剔。这足可证明投资者不应该采取这种全盘否定的政策。而且将投资需求局限在少数优秀企业，容易造成投资渠道不足，从而导致接受一些不良证券—仅仅因为它们属于法定范围之内。而这正是目前利用立法限定投资所带来的不良后果。

先天不足，后天弥补——更加合理的原则也许是:对属于被认为具有先天不足范围内的个别债券提出更高的业绩要求来进行弥补，而不是仅接受属于某些优势类别中的所有债券，对其它的却不屑一

顾。可以要求工业债券具有更多的超出利息要求的收益和更小的资产负债率，对于煤气或电力公司的债务工具则可放宽要求。同样的做法也可使用于有轨电车债券。纽约州法律否定了供水公司债券的投资价值，值得注意的是其余大多数州都把此类债券等同于煤气、电力和电话公司债券。似乎没有足够的理由将供水公司债券区别于其他种类的公共事业债券，施以更严格的要求。

外国政府债券——在考虑这方面的问题时，我们遇到了不一样的情况。对于这一类债券，财务分析的介人程度比较低，投资决策通常建立在总体考虑的基础上，比如对一个国家经济和政治稳定的信心，以及对该国努力偿还债务的诚意的信任。所以与其他债券相比，我们更有理由、同时也更有必要形成一个有关外国政府债券作为固定价值类投资的"总体合宜性"的看法。

政治因素——从第一次世界大战起，投资外国政府债券在美国开始显现出重要性。客观地考察从那时起到现在的这段历史，我们不得不得出这样一个不利的结论:从最终结果来看，一张外国政府债券无疑只是一纸无法履行的合同。如果发生不能偿付的情况，债券持有人只有束手无策。即使有特别的收入或财产作为安全保证，一旦这些保证被撤消，债券持有人仍将处于无助的境地。所以，虽然从理

论上说，外国政府债券是针对该国所有资源的要求权，但是债务国究竟在多大程度上利用这些资源来偿还外债，极大的依赖于该国的政治因素。世界大战之后国际局势的严重混乱不可避免地造成了一些国家违约，并由此而为其他债务国违约提供了借口。在这种背景下，因为无力偿付的情况已司空见惯，债务人也就不认为这件事有多么的不名誉了。于是，投资者更不可能指望外国政府会在困难时候如何努力偿付其债务了。

对外贸易说——有一种说法认为，重新恢复大规模的国际借贷是恢复全球经济格局平衡的必要前提。但对此说法还存在着广泛的争议。更明确地说，这种借贷未必是恢复和发展出口贸易的必经步骤。不能寄希望于投资者出于理想化的原因，或为了美国出口商的利益而承担不良债务。作为一种投机操作，以1932年的低价购买外国政府债券也许是有道理的，因为有可观的获利可能性。但是如此之低的价格本身就是一个很有力的论据，说明后来以接近面值的价格购买新的外国政府债券是不应该的，无论息票利率有多高。

个别记录说——有一个观点是值得提倡的，投资外国政府债券从本质上与其它投资形式是相似的:具体情况具体分析。拥有良好历史记录的国家应该给予较高的信用等级，它们与业绩良好的国内公司

相比，在投资价值上并无差别。美国一些州的法律赋予加拿大极高的评级，并授权储蓄银行购买其债券，而佛蒙特州则还接受比利时、丹麦、英国、荷兰和瑞士政府的美元债券。

下面我们列出不同国家的美元债券列表，它们的信用等级分类标准是这些债券在1932年严重萧条时的市场表现:

1.以投资性价格出售债券的国家:加拿大、法国、英国、荷兰和瑞士。

2.以投机性价格出售债券的国家:阿根廷、澳大利亚、奥地利、玻利维亚、巴

西、保加利亚、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、古巴、捷克斯洛伐克、丹麦、多

米尼加共和国、爱沙尼亚、芬兰、德国、危地马拉、希腊、海地、匈牙利、日本、

南斯拉夫、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、秘鲁、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、萨尔

瓦多和乌拉圭等。

3.介于上述二者之间的国家:比利时、爱尔兰、意大利、挪威和瑞典。

在第一投资组的五个国家中，法国和英国在1921年—1922年间的萧条期中，其信用等级被认为是投机性的:也就是说，在我们罗列的42个国家中，只有3个(即加拿大、荷兰和瑞士)国家能够在1932年以前

的12年中保持不容置疑的信用等级。

反对购买外国政府债券的两方面原因—上面的数据有力地证实，有两方面原因反对购买外国政府债券。从理论上讲，其信用基础不够稳固;从实际来讲，其实际表现也乏善可陈。看起来，要使投资者对外国债券这个类别的不利态度发生改变，国际环境还有待显著改善，具体表现就是在相当长的一段时期内国际间的债务能够得到准时的偿付。

加拿大债券因为其一贯良好记录和美加两国的紧密关系，无疑可以幸免于这种全盘否定。而个人投资者出于个人的或统计学的理由，也可能认为其它国家拥有同样高的信用度，从而愿意购买这些国家的债券作为高等级的投资。事实可能证明这种做法完全有道理，但是至少在某些年份里，投资者还是应该将购买外国政府债券看作是避开外国债券这一基本准则的一个例外，要求它们具有极高的稳定性和安全性。

外国公司债券——从理论上讲，无论一家公司多么景气，其债券的安全性不可能超过该公司所在的国家的政府债券。通过税收权力，政府享有对商业资产和收入的无限优先要求权;换句话说，他能够夺走私人债券持有者的资产，用于偿还国家债务。但在现实中，政治因素为行使这种税收权力设置了明确的限制。所以我们能够找到这样的例子:虽然一

国政府垮台了，但是该国的公司仍然能够偿还美元债券C22

和政府债券相比，外国公司债券有利于投资者的一面是:持有人在公司无力偿付债务的情况下享有明确的法定权利，比如没收抵押品。因此，外国公司比一个独立的国家承受更大的偿债压力。但是需要指出的是，能够导致政府债务无效的条件必然会给该国公司债券持有者带来不利影响。即使该公司保持着充分的独立性，政府对资金转移的限制也将阻挠美元利息的支付。23而且债券持有人与其资产的遥远距离，以及政府法律的阻挠，都可能破坏抵

押品的实际价值。由于这些原因，我们前面得到的反对将外国政府债券作为固定价值投资的结论同样适用于外国公司债券。

规模

规模非常小的企业的债券没有资格作为保守型投资工具。面对意外情况，小公司更显脆弱，而且可能因缺少与银行的密切关系或技术资源方面陷人困境。所以非常小的公司从来不可能向公众筹资，而只能依赖于私人资本，那些出资人被授予利润分享权和对管理的直接发言权。出于同样原因，我们也反对投资小村庄或小城镇政府发行的债券。谨慎的投资者在选择市政债券时，一般会避免那些少于某一人口数量的城市。

要想确立一个最低规模要求，就必然会有一个缺点，即分界线的任意性。没有任何数学方法可以精确地确定公司或城镇规模达到何种水平即可纳人投资者的考虑范围。实际上，建立任何定量标准，比如高于利息要求的利润边际，或债券类债务与股票或资产价值的关系，都有这个困难。所以必须认识到，所有这些“临界点”都是凭经验大约估计的，如果投资者认为更有道理，完全可以采用其它标准。但是尽管选择标准带有一定的任意性，它无疑还是在避免投资者购买不安全证券方面具有一定的实用价值。

纽约州法律条款——纽约州的法律在界定储蓄银行的投资工具时，对规模底限提出了各种标准。对于市政债券，与纽约州接壤各州的人口底限标准是1万，其它州则为3万。对于铁路债券，发行公司须至少拥有500公里标准规格的铁路线，或每年至少1000万美元的营业收入。铁路公司的非抵押债券和收入债券除满足其他特殊要求之外，其可供支付股息的净收入须在1000万美元以上。对于煤气或电力公司，则要求其在发债前的连续5年中，年平均总收入超过100万美元;对于电话公司，这个数字是500万美元;对于债券的发行规模，也有明确的规定。煤气或电力公司的发债规模须不少于100万美元;而电话公司须高于500万美元。

对于这些要求的一些批评——这些关于总收入底限的数字似乎不是从一般债券投资者的立场上确定的。对于铁路公司基于里程或收入的两个不同标准，既模糊不清，又毫无必要。1000万美元这个数字本身定得太高，它会将象班戈和阿鲁斯土克这样的铁路公司排除在外。在1930年一1933年的萧条中，该公司一如既往保持了令人满意的经营业绩，在同类企业中可称凤毛麟角。同样缺乏根据的是，电话公司的500万美元标准和煤气、电力公司的区区100万美元标准，这一条将使1927年前的美国三州电话和电报公司的债券排除在储蓄银行的投资范围之外，但其债券在后来的表现无疑非常优秀。我们相信下面提出的规模底限标准，虽然不可避免地会有一定的任意性，但更适合稳健投资的实际情况:

最低规模要求

市政当局：……………………………….2500人：

公共事业企业：……………………………200万美元总收入；

铁路系统：………………………………..300万美元总收入；

工业公司：………………………………..500万美元总收入；

工业债券及其规模因素—因为根据纽约州法律，储蓄银行不能投资工业债券，所以对其规模底限未做规定。我们曾在前文中表达过这样的观点:工业债券可以被列人高等级债券的范围之内，前提是必须有更高的安全标准。过去10年的经验表明:对于比铁路或公共事业公司更为突出的不稳定性风险，工业企业的主导性规模或至少是相当程度的规模可以提供有效的保护。一位接受了近期教训的审慎投资者也许有理由将他选购固定价值债券的范围局限在每一工业类别中的前六强之内，并可能再弓}人500万美元年收入的底限要求。

这种底限标准可能会招致批评，由于其过于严苛，如果它们被广泛实施(实际并不可能)，经营状况良好的中型企业将不可能通过发行普通债券来进行筹资。我们的结论来自于近期的非常情形，有理由相信，如果美国工业企业的总体情况趋于稳定，这个结论将会失效。但是除非这种趋于稳定的趋势实际出现，否则对于在投资水平上购买工业债券这个问题，我们仍倾向于采取这一苛刻态度

大规模本身不足以保证安全——引入规模底限标准并不意味着巨大的规模本身保障了繁荣和财务实力。如果债券类债务的比例高得失常，最大的公司也将是最弱的公司。而对于铁路、公共事业和市

政当局，规模的庞大并不带来实际优势。一家电力公司的总收入是2000万美元还是1亿美元，并不能对其债券的安全性带来实质影响;同理，一个75000人的小城镇也可能比一个数百万人口的城市信用更佳。只有在工业企业范围内，我们才认为大型公司的债券比中型公司债券拥有先天的优越性;但即使在这一领域，大型公司的良好的统计业绩也是使其规模上的优势真正可靠的必要条件。

对其它条款的反对——纽约州法律对无抵押的铁路债券有额外的规定，即支付利息之后的净收入须达到100万美元。我们不认为这么规定有道理，因为我们已经对过分关注是否有抵押品提出过反对。对于公共事业公司发债规模实行额外的底限标准在逻辑上也有漏洞。如果公司的规模足够达到总收入的要求，那么其发债规模越小则支付利息、偿付本金也越容易。立法者很有可能是为了避免发债规模过小而导致市场流通性不佳。而我们认为投资者对市场流通性的强调通常是过头了，所以在关于以发债规模作为债券投资的一般准则这个问题上，我们不赞成追随法律上的要求。

- **第9章债券投资的具体标准**

  **（续）**

证券的条款

在此标题下涉及的内容包括债券的安全性，影响付息的条件以及到期日。双联合同中规定的转换权或类似特权，本身当然非常重要，但是它们并不构成固定价值投资决策的决定因素。

根据纽约州的法律，在公共事业类债券中，只有那些有抵押的债券才能被购买。然而，(无担保的)铁路公司债券也在可接受的范围之内，前提是其收益和红利记录满足比抵押债券更严格的要求。该州法律也允许以与信用债券相同的条件购买收入债券(即那些付息义务取决于收入的债券)。

过时和无道理的限制—我们的看法是上述限制既早已过时，又无理可言。考虑到我们在第6章中曾特别强调反对特别看重特定的担保品，那么就不难理解我们为什么不赞成将任何一类无担保债券理

所当然地排除在投资考虑范围之外，或制订任何有利于抵押债券而不利于信用债券的明确标准和要求。

毋庸赘言，如果其它所有方面都势均力敌，当然应该首先考虑购买第一抵押债券，而第二抵押债券也当然要比非抵押债券具有优势。于是，理智的投资者在考虑购买信用债券时，其要求总是比购买第一抵押债券时更苛刻一些(特别是在收益覆盖率方面)。但是，对于后者的青睐程度取决十个人的判断和倾向，并没有量化的标准。

收入债券比信用债券地位更低——纽约州法律将所有无担保公共事业债券排除在外，这种做法未免过于严苛。同样没有道理的是，它以与铁路信用债券相同的标准接受铁路收入债券。不同的收入债券，其具体条款内容差别甚大，区别在于对于有些债券来说，只要有收入就必须付息，而对于另一些债券来说，董事会拥有或多或少的自主决定权。一般情况下，与普通的固定价值债务工具相比，收入债券更接近于优先股。所以，我们将在本书有关优先股的章节讨论它们，我们将在那里指出，在考虑选择它作为纯粹投资时，要特别地谨慎和采取更严格的要求。

不应因为到期日较早而放松安全标准—投资者们往往倾向于比较重视某一债券的到期日，因为到

期日决定了证券的期限。一个较短的期限意味着投资人可以在购买之后较快地收回本金，从安全性的角度来看，被认为是一种优势。所以，投资者在购买短期债券(比如三年之内)时愿意在一些标准上有所妥协。

我们认为这种区别对待的做法理由不足。较近的到期日除了代表投资者较早取回本金的权利之外，同时也使发债公司面临再次筹资的问题。债券持有人无法仅仅仅依赖到期日这一因素来确保本金的偿还。发债公司必须或者拥有足够的现金(这种情况少而又少)，或者拥有足够的盈利能力和良好的财务状况，从而可以再次筹资。频繁发行短期债券的公司是因为他们当时的信用太差，无法以合理的利率发行长期债券。这种做法往往会给公司带来麻烦，既而在到期日使投资者面临窘境。由于上述原因，我们建议不要对长期债券和短期债券采取区别对待的做法，在选择短期债券时放松标准。

利息与股息支付记录

适合投资的债券必须拥有一个能显示发行人成功的经营和稳定的财务状况的记录。新公司和最近发生财务危机的公司无法享有固定价值投资所需的高信用等级。同样道理，州或城市如在过去的一段时间内发生过无法及时履行财务义务的情况，其信用等级也不会太高。

纽约州法律的有关条款——纽约州法律承认这方面因素，并明确表达如下:除纽约州以外其它各州发行的债券，如该州在过去10年内未有无法支付本息的现象发生，则可列入投资范围之内。对于纽约州之外的城市，上述期限为25年;对于铁路公司，上述期限为六年;对于煤气、电力和电话公司，上述期限为八年。

但是，对于公司债券来说，收益覆盖率的要求——这将在下一个标题下介绍—必须充分考虑到过往记录，而且考察收益保障倍数所要求的时间只比上述时间略短，所以如果在收益考察之外，再引人一个过往偿付能力考察，实在是多此一举。

另一方面，由于行政机构的债券不是在收益记录的基础上出售，所以投资者只能将考察的重点放在其历史偿付能力是否令人满意上。纽约洲的有关法规中对此作了规定，这无疑对一般投资者来言是有道理的。

不过，在我们推荐这样一个投资准则之前，我们必须要考虑到投资大众接受它之后的后果。如果购买所有市政类债券时都要求有长达25年的洁净记录，那么还能有哪个城镇能够在其成立之后的四分之一世纪内发行债券呢?同样，如果某一个州或市政府破产了，它在能够举债之前的10或25年内又将如何筹措资金呢?对于公司来说，面临这种情况时

可以使用投机的手段，比如出售股票或可转换债券、甚至是大比例的折价债券来实现筹资。然而此类手段并不适用于市政机构:在实践中，信用等级低下的州或市政府往往通过提高其债券利率来克服这一困难。例如佛罗里达州的某些城市，发生了财务危机，如果在纽约州的债券利率只有30k时，发行利率为6%的债券，将可能吸引一部分新资金，。但是这种做法与前面阐述的一条准则有冲突，那就是高利率并不足以弥补本金中存在的主要风险。换句话说，如果已经认识到它的资信存在问题，破产的几率要高于常规的话，仅仅因为高收益率而购买某一市政债券是错误的。

两难境地与建议的解决之道—一于是我们遇到了一个两难的局面，如果投资者都遵循这种理论上无懈可击的准则的话，许多市政机构的筹资手段将成为泡影。从现实角度看，我们也许可以这样安慰自己，总是会有很多不挑剔的投资者去购买那些收益率似乎诱人的城市或村镇的债券，因此理智而谨慎的投资者避开这种债券并不会给信用等级低下的借款人带来致命的打击。

这样的回答过于轻率，无法令人全盘满意。理想的解决之道也许是:对于那些无法满足25年洁净记录要求的市政机构，应该建立起某种特别严格的量化指标来进行考核。如果某一城市遇到财务困难，

它应该努力减少开支、增加税收、甚至还可能象公司重组那样，强制地减少负债规模。通过这些措施，该市可以将其财政状况建立在一个全新的基础之上，并重新获得令人满意的举债资信。但是谨慎的投资者在赋予其这样的信用等级之前，必将对其财政状况进行非常彻底的研究，包括支出和债务总额与人口、资产、税收的关系。此类市政债券的购买者应该可以得到高于一般标准的收益率，并不是为了弥补将承受的特别风险，而是弥补为使自己相信该债券的安全性所需的努力。

对于新成立的行政机构的债券也应该采取相似的态度，此类机构只有较短的负债记录可供参考。

2a

股息记录——规范合法投资的法律传统上将重点放在发行公司的股息支付记录方面。在大多数的州，公司必须至少有5年稳定支付一定数额以上股息的记录，其债券才算是合格的。这一规定显然是建立在这样的理论上:既然成立公司的目的就是为了获得股息，那么也只有那些能够真正派付股息的公司才称得上是令人满意的，所以才适合债券投资。

股息记录并不是财务实力的决定性证据——无可否认，能够支付股息的企业从总体而言要优于不能支付股息的企业。但这一事实本身却不能成为一概排斥那些不支付股息企业所发行的债券的理由。

有一个事实构成对这条准则的强烈挑战:股息支付仅仅是显示公司财务状况的一个指标;它不仅无法给债券持有人带来任何“直接的利益”，而且经常还可能因为使公司的资源减少而损害他的利益。目前规范合法投资的法律条款与上述理论直接对立。如果某家铁路公司财务状况不佳，为了能使自己还保持在合法投资的名单中而不得不继续支付股息，在这种貌似能显示其财务实力的做法实际上却破坏了债权的安全性。

股息在债券投资中的作用——在考察企业的优劣时，应该将资产负债表和损益表看作比股息记录更可靠的证据。因此在判断某一债券是否适合于作为纯粹投资时，也许最好是不要对后者过于严格要求。但是如果发现一家企业收益看似令人满意却未能支付股息，那就应该引起债券购买者的特别注意，看看董事会的策略是否是对尚未在损益帐户中显露出来的不利因素的反应。我们还要指出的是，支付股息的公司的债券具有某种机制性的优势，那就是一旦公司停止分红，其持有者就可以得到公司遇到麻烦的明确、及时的警告。有了这样一种警觉性，他们就可能避免遭受严重的损失。不能支付股息的企业的债券在这方面处于劣势，但我们的看法是只要投资者对其加倍小心，这种劣势是可以被抵消的。

在对待股息这个问题上，纽约州的法律规定相比其它州要更合理一些。对铁路公司的要求是:在过去的6年中有5年能够支付一定数量的股息，否则就需要满足更为严格的固定费用保障倍数要求。公共事业企业被要求要么在过去5年中能够连续支付一定数量的股息，要么已赚得该数量的收益。这些规定和其他规定一样，都犯了一个错误，就是存在着迫使企业分派未赚得的股息的可能性。其合理性体现在条款的另一方面，即允许不分配已实现的股息。

收益与利息要求的关系

当今的投资者已经习惯于将收益与利息要求的比率看作是考察企业安全性的最重要指标。所以大家都认为任何规范债券投资选择的详细法规都应该包含对这一指标的底限要求。但是，大多数有关的法律在这个问题上却都不够系统，不够完备。立法机关在相当程度上依赖于对企业股息记录方面的要求来确保发债公司有令人满意的盈利能力。u正如我们指出的，这种做法大有问题。纽约州的法律在这方面的优越性主要表现在两个方面:一是承认足够的收益记录具有相当的重要性;二是将一个公司的总固定费用作为一个不可分割因素来对待。

纽约州法律的要求—纽约州法律中有关收益覆盖率的规定可以归纳为以下内容:

对于铁路公司的抵押债券(或抵押信托债券)和铁路设备债券，公司必须在过去的6年中至少5年取得相当于固定费用1.5倍的收益，其中须包括最近的一年。如果其股息未能按规定分配出去，则要求过去10年中的9年都满足上一要求。

对于其它铁路债券，如信用债券、收入债券等，要求公司在过去6年中至少有5年取得相当十固定费用2倍的收益，其中须包括最近一年在这一类债券中，对股息支付的要求是绝对的，没有替代条款。

对于煤气、电力和电话公司的债券，要求其在过去5年中的平均收益必须至少等于其平均总利息费用的2倍，其中须包括最近的一年。

收益覆盖率的3个方面:1.计算方法——在分析这些法律条款时，有三个因素值得考虑。第一个是收益覆盖率的计算方法;第三个是要求达到的收益覆盖率指标;第三个是考核期限。

优先扣除法——在实际中，计算和公布收益覆盖率时，有多种办法被采用，其中一种(或许可被称作优先扣除法)完全应被抛弃。遗憾的是，大多数承销商在发行低级债券时都采用这种方法，因为这样做可以欺骗性地显示财务实力。这种做法是首先从收益中扣除优先利息要求，再计算剩下的收益余额对低级支付要求的保障倍数。一下面的例子可以说

明这个方法的荒谬性:

A公司拥有1000万美元利率为5%的第一抵押债券，和500万美元的利率为6%的信用债券。其平均收益为140万美元，扣除第一抵押债券的利息50万美元(保障倍数是2.8倍)余额为900万美元信用债券的利息300万美元(保障倍数为3倍)

于是一份发售6%信用债券的通告就会写道，“如上所示”，利息、保障倍数为3倍应该给予指出的是，第一抵押债券的利息保障倍数只有2.8倍。从数字的含义可以得出这样的推论:低级品种要比高级品种具有更高的安全性，这显然是全然错误的。事实上，用这种优先扣除法得出的关于低级债券的计算结果毫无价值可言，并具有误导性，明智的投资者应该拒绝采用这种计算方法得出的结果。

累计扣除法——第二种方法可以叫作累计扣除法。使用这种方法时，低级债券的利息总是与优先品种的利息结合起来考虑。在上述案例中，6%信用债券的收益覆盖率为1.75倍，计算方法是将所有利息要求加总，为80万美元，再与总收益140万美元相比。而第一抵押债券的覆盖值仍为2.8倍，因为在这种方法中，要求权次于该债券的债券的利息要求是不作考虑的。大多数投资者都把这种方法作为完全正确的计算方法，有一些州规范储蓄银行所投

资的债券的合格性的法规也要求采用这种方

法。26

总扣除法——在前一章中，我们曾强调过考察一个公司满足其所有财务义务的能力的重要性，因为无法履行低级债券偿付义务必将给优先债券持有者带来不利影响。只有在所有的利息要求都完全有保障时，投资者才能高枕无忧。所以，计算收益覆盖率的稳妥的、也是值得推荐的方法应该是总扣除法，即以所有利息费用的保障倍数作为控制指标。这种方法意味着任何公司的任何债券都将具有相同的收益覆盖率，而无论其是否有优先权。在上述案例中，5%抵押债券和6%信用债券的收益覆盖率都是1.75倍。在发售债券的通告或公司年报中，这个方法被普遍地称作计算利息保障倍数的"总值法"。270

当然，我们完全还可以用累计扣除法来计算高级债券的保障倍数。如果这种算法得出的数字较大，可以作为有利于该种债券的一个附加因素。但是我们的建议是在应用最低标准对公司的盈利能力进行考核时，总是应该将所有的利息要求都考虑在内。纽约州法律对这一点非常执着，我们认为应该予以肯定和推广。

2.对收益覆盖率的底限要求—纽约州法律中将铁路公司视为优先于公共事业公司的做法已不再有道理了，最近这两类企业的记录显示_[述优先关系应

该倒转过来。也有必要对工业公司的债券施加一个严于上述两类中任何一类的底限指标。考虑到上述诸因素，我们建议使用以下几个总固定费用保障倍数:

公共事业公司:……………………………………1.75倍;

铁路公司:……………………………………………2倍

工业公司:……………………………………………3倍

3.收益考核期限—我们在总结纽约州有关收益覆盖率的法律时指出，考核公共事业公司收益的平均期限为5年，而铁路公司则是过去6年中的5年。而无论对于哪一类公司，考核期限都应该包括投资前的一年。

上述两类考核期限公布起来是比较容易的，但在这个严重萧条频繁发生的经济时代里，这种方法并不符合债券投资的实际。如果有企业在经历了8年繁荣或一般年景之后，又遇到了2年的萧条期，当前的做法似乎是鼓励人们在好年景中以高价投资其债券，而在萧条期中以低价出售其债券。

所以我们的观点是:唯一的实际的考核期限应该是一段时间的平均值。法律规定的对于公共事业债券的5年平均值，在许多情况中都显得过短，我们认为7年平均值更合适些。收益记录的其它方面—当然，值得投资者注意的有关公司盈利能力的因素

还有其它诸多方面。其中包括趋势、最小值、和当前值等。它们的重要性虽然不可否认，但是都不能成为有效的准则。比如对于以前讨论过的抵押证券，对少数因素是可以制定明确的、广为接受的准则，而对其它许多因素却不能给出确切的公式而只能根据投资者自己的判断作为考虑因素之一，在这两类因素之间有必要确定一条明显的分界线。

不利因素可能被抵消——在实际处理上述第二类因素时可以参考下面的做法:以盈利业绩为例，投资者必须要求一个至少等于底限的平均值。此外，他还可以认为以下因素是有利的:0)一个上升的利润趋势;(2)非常好的当前表现;(3)考核期内任何一年都有令人满意的高于利息费用的收益。如果有债券在以上三方面任何一个中表现不佳，结果不一定是拒绝该投资，而应该是将要求的平均收益覆盖率进一步提高，并对总体和非量化指标给一予特别的注意。如果趋势表现欠佳，或者最近指标不够良好，则除非收益的平均值大大高于要求，并且投资者有理由认为不佳走势不会持续，否则他应该拒绝投资。当然，到底平均值应该超过底线值多少才能抵消掉走势或最近表现不佳的劣势，则是靠投资者自己掌握了，不应该用任何固定的公式给予确定。

- **第10章债券投资的具体标准（续）**

(附注)

资产与债务的关系

在前面第6章的论述中，我们曾指出债券投资的安全性取决于举债公司对债务的偿付能力，而不是被拥有留置权的资产的多寡。这一原则很自然地与现有的根据抵押资产的价值来对债券安全性进行总体评判的做法相去甚远，后者认为这一部分资产的价值应与企业经营的成败分开来考虑。

换句话说，我们认为，对于普通的公司债券—铁路公司也好，公共事业公司或工业公司也好—没有必要规定其被抵押的有形资产的价值(无论是原始价值还是重置价值)与债务数量之间最低比率。我们在这一点上不同意许多州(包括纽约州)的法律的观点，它们都反映了看重资产价值的传统观点。比如纽约州法律规定，适合储蓄机构投资的煤气、电力

和电话公司债券，其抵押资产的价值必须超过债券数量的2/3。这里是指账面价值，可以是原值扣除折旧，也可以通过转移或重估之后确定的或多或少有些人为因素的价值。

特殊种类的负债:1.设备债券——我们的观点是公共事业公司的资产——以及铁路公司和典型的工业企业——的账面价值对于评判其债券的安全性来说毫无意义。但是，也有许多特殊种类的负债，其安全性是一与抵押的资产有很大关系的，这部分资产的价值不同于整个企业的继续经营价值。其中最典型的恐怕要数铁路设备信托凭证了，其安全性分别由对机车、货厢、客厢等设备的要求权为抵押，并且以使用这些设备的租赁合同为担保。对这类设备债券的投资记录令人非常满意，因为即使是在遇到最严重的财务困难时，发行公司也很少会推迟偿付其利息或本金。28这种良好表现的主要原因是:这些特定的抵押资产可以再转移，被其他运营商使用，于是它们享有独立的销售价值，在这一点上它与用于私人借贷的抵押品如:汽车、珠宝或其它动产等相似。即使在以合理的价格向其他铁路运营商出售这些资产方面会有重大障碍，这种可流动性仍然使设备债券比以铁路自身为抵押的债券具有相当的优越性。两种资产对运营某一条线路都是必须的。但是铁路债券持有人除了允许资产接受方继续运营

外别无选择，而设备债券持有人至少可以提出威胁将这些资产转移。正是这种选择权在实践中对设备债券的债权人来说具有相当的价值，这实际上使他们的要求权甚至凌驾于铁路第一抵押债券持有人之上。

所以设备信托凭证的持有人拥有两个方面的保护，一是举债公司的资信和成功运营，二是被抵押的设备的价值。如果后者的价值大大高于相应的债务，债权人甚至可以完全忽视第一类保护。正如典当行忽视借款人的财务状况，而完全依赖于典当资产那样。

设备信托的条件通常使得购买人拥有相当程度的保护，法律条款的设定是为了便于债权人在债务无法偿付时行使其留置权。在绝大多数情形中，铁路公司都至少要承担20%的设备成本，因此设备债券的数量一般都不会超过其成本的80%。本金的偿付通常是巧年的等额分期付款，从举债之后的第一年开始。因此债务数量的递减程度要快于一般情况下的设备折旧速度。

上述的这种设备信托持有人所享有的保护在近年内正趋于消失，部分是因为商品价格下跌使得重置(销售)价格远低于原始成本;另一部分原因是运输量的下降导致对设备的需求减少，无论其新旧。在193o--1933年的大萧条中，某些债务到期的铁路公司

要求其设备债券的持有人延长其债务的偿债期。这些情况说明设备债券的“绝对安全性”正有所淡化;但不可否认的是，这种投资形式在实现抵押品的要求权方面仍然享有明显的优势。29

2.抵押——信托债券—它是一种由股票或其它债券为抵押的债务形式。在一个典型的案例中，抵押品包括举债公司自身的债券以及其下属公司的债券或股票。于是，这些抵押品的可实现价值在很大程度上取决于整个企业经营成功与否。但是就近年来出现的投资公司的抵押一信托债券而言，持有人可以被认为拥有被抵押证券市值的第一权益，所以有可能根据债务契约中的保护性条款，使债券持有人在股东血本无归的情况下仍能获得清偿。这种抵押一信托债券可以被认为与设备债券一样，是我们的理论—即债券投资者的安全性决定于企业的成功经营而不是所抵押的资产—的一个例外。

透过现象考察本质，我们可以发现在投资信托公司的信用债券时也有同样的特点。因为不管资产是通过抵押一信托协议物理地抵押给受托人，还是由公司持有但信用债券持有人对其有要求权，在实际操作中都没有太大区别。在通常情况下，信用债券有足够的合同条款保护，举债公司不能随意增加负债并且需将自身资产的市值保持在债券面额的一定比例之上。

例:诚信管理公司1954年到期的5%信用债券就是这些保护性条款发挥作用的实例。整个企业的经营很不成功，其股票价格由1929年的69美元跌至1933年的1美元。如果对于普通债券，股票价格如果如此大幅下跌，几乎肯定意味着违约和本金的巨大损失。但是由于公司资产容易变现，债务合同中的保护性条款的意义就体现出来了。它使公司可能并且被迫购回了超过3/4的债券，甚至迫使股票持有人追加资金使资产价值达到协议要求。其结果是该信用债券价格在1932年高达88美元，而当时其股票价格只有2.5美元。

第18章将专门讨论保护性条款，我们将讨论一家投资公司(金融投资公司)的抵押信托债券的历史，我们将发现这种债券的内在优势往往因为债券持有人在行使其权利方面犹豫不决而受到不必要的损害—根据我们的看法原因往往是。

3.房地产债券——比上述两类债券更为重要的是数量庞大的房地产抵押贷款和房地产抵押债券。后者为个人参与大额抵押贷款提供了合适的规模。毫无疑问在此类案例中，被抵押的土地和建筑物的价值是至关重要的。一个有经验的投资者在提供一项房地产贷款时，决定其判断的主要依据是他对抵押资产价值的看法。但是在我们看来，房地产抵押的价值本质_L是一个继续经营价值，它基本上决定于

资产的实际或预期盈利能力。换句话说，被抵押资产的价值并不(象铁路设备信托凭证的抵押品那样)独立于企业的经营之外，而是与后者息息相关。

为了更清楚地说明上面的观点，我们举一个典型的房地产贷款案例:一个单身家庭住房抵押贷款。在通常条件下，一套成本价为10000美元的住房应该拥有每年1200美元的租金价值(对于自己居住者也有等量价值)，扣除税收以及其它费用之后，应该有800美元的的纯收益。一笔由储蓄银行提供的年利率为6%的第一抵押贷款，等于资产价值的60%即6000美元，它得到的保护是正常盈利能力等于利息要求的两倍。换句话说，即使租金价值降低了1/3，仍然不会影响到借款人偿付利息的能力。于是抵押权人有理由认为:无论贷款人的偿付能力如何，他总能找到新的租户或买主，继续承租或购买这套住房，租金或房价足以支付他的60%贷款。(值得指出的是，一个典型的工厂厂房案例正好相反，如果它价值100万美元，其中60万美元为债务，如果举债公司破产，你不能指望将厂房出售或出租来支付年利率为6%的抵押贷款。)

资产价值与盈利能力紧密相关——上述案例显示，在通常情况下，住房、写字间和商铺这一类资产的价值与其租金价值是紧密相关的，所以贷款人将此类被抵押资产视作有出售价值的资产还是有盈

利能力的资产并不重要—后者即等价于继续经营价值。空地和闲置住房或商铺的情形也相似，因为其出售价值与预期的租金价值有非常紧密的关系。(注意:出于特殊目的建造的建筑物，例如厂房，则大不相同。)评估报告的误导性—上述讨论与有意购买房地产债券的投资者对待抵押资产价值的正确态度密切相关。在1923一1929年之间，房地产抵押债券业经历了大起大落，在债券发行中通常提供的唯一资料—除未来收益估计值之外—就是一份资产的价值评估说明而且几乎总是把抵押资产价值评估在抵押债券价值的2/3以上。如果这种评估数据与资产的实际买主或贷款方愿意接受的价格相吻合，那么它们对于有效地选择房地产债券倒是有实际的作用。然而遗憾的是这些数字基本上都是虚假的，评估方仅为盖上自己的名字收取费用，评估说明书的唯一作用就是欺骗投资者。

这种评估所采用的方法就是随心所欲地对期望中的资产收益进行资本化。根据这种方式，一幢价值100万美元的建筑物—包含了随意增加的财务费用—可以马上获得150万美元的“评估”价值。于是所有成本都可以通过发行债券支付，开发商可以一文钱不投而获得整个资产，在许多情况下还有大量现金进帐。，不难想象，整个房地产金融业可谓隐患重重，所有参与各方都缺乏原则、洞察力和起码的常

识，以至于整个行业日益膨胀，并最终毁于一旦。

异常租金基础上的评估—在1928年一1929年间，整个房地产业的租价大幅上涨，确实使得投资于新物业成为非常有利可图的生意。但这样的条件并不能解释为建起一栋新楼就可以马上获得超过成本50%的收益。高租金只能是暂时情形，因为它将刺激兴建越来越多的楼宇而最终导致过量供给，于是使整个租金水平无法维持。如果开发商可以从大众手里筹集到所有资金而不承担任何风险，这种过量建设就更是无法避免的。

超额建筑成本基础上的债务——过量造楼的一个间接后果是使整个产业的建筑成本大大高于正常水平。在1928一1929年间，即使是一项比较保守的贷款，金额不超过建筑物实际成本的三分之二，仍然得不到有效的保护。因为有明显的证据表明建筑成本有下跌并带动资产价值下跌的危险。

特种建筑物的缺陷——房地产债券投资的第三个缺陷是对于不同种类的建筑物不加区别地对待。一般或标准的房地产贷款是针对住房的，其价值就在于有相当大数量的潜在购买或承租群体，所以只要肯在现期价值上做出适当程度的让步，它总是可以被转手的。一般而言，公寓、商铺或写字楼的情况也与之类似。但如果某一建筑物是出于一个特定的目的而修建的，比如旅馆、车库、俱乐部、医

院、教堂或工厂，那它就缺乏这种易于变卖的价值了。它的价值取决于以其最初建筑目的来使用它的特定企业的经营状况。所以这一类抵押债券并不是常规意义上的、真正的房地产抵押债券，其安全性必须以购买工业债券所要求的所有严格指标来考核。

这一点在房地产金融业发生崩溃前的狂热中完全被忘却了。发行债券筹集的资金被用于修建旅馆、车库甚至医院，而贷款条件却与公寓住房贷款的条件极为相似。换句话说，只要资产评估“价值”超过债券发行额一半到三分之二，人们认为其债券的安全性已经足够了。但是结果却是，当这些新建筑物未能成功地实现其商业价值时，开发商就已经没有能力支付利息了。当这种情况发生时，这种“房地产”债券的持有人状况并不比一个无利可图的铁路或工厂的抵押债券的持有人好多少。

以期初租金为基础的估价具有误导性——与公寓住房的金融业务有关的另一个弊病是，在决定其评估价值时所采用的租金收入是租赁期初的租金，而公寓住房的承租户习惯于只为新楼支付较高的租金，在很短的几年之后，他们就可以认为该建筑物已显陈旧、落伍了。其结果是，在通常条件下，一栋建筑物的期初租金要大大高于债券存续期内可望获得的平均租金。

建议采用的原则——经过以上这番对过去10年里房地产金融业缺陷的详细分析，我们可以得出一些对未来的投资有指导意义的具体原则。

就单身家庭住房而言，贷款是由抵押品持有人直接贷给房屋所有人的，即中间没有房地产抵押债券发行商的的介人。但是在以这种住房为抵押的担保抵押或抵押参与证书交易中，也有大量的业务是通过抵押公司(例如律师抵押公司、权利担保和信托公司等)的进行的。

当进行这一类投资活动时，贷款人必须对以下几点胸有成竹:

( 1)贷款的数量不应超过资产价值的三分之二，这个价值既可以是当前的实际成本，也可以是一个有经验的房地产商人愿意为之所支付的价格;

(2)这个成本或价格未反映当前的投机性膨胀，并且不能明显高于以前相当长一段时间内的价格水平。如果有此情况的话，必须适当降低抵押债务与当前价值的最大比例。

更通常意义上的房地产抵押债券实际上代表的是参与对某一新公寓或写字楼的第一抵押贷款。在面对这种投资选择时，投资者应该忽视常规的“评估价值”，并要求正确估计的实际成本必须至少比债券发行额高出50%。他还应该正确地考核预期收入，计算要力图保守，并将房屋空置时的损失和随

着建筑物老化后的租金下跌考虑在内。扣除折旧后的预期收入至少应该比利息费用高出100%，被扣除的折旧将被用作偿债基金，用于逐步赎回所发行的债券。

被叫作“第一租赁抵押债券”的债券实际上是第二抵押债券。其对应的资产是在租赁使用的土地上兴建的房产，其土地租金实际上相当于第一留置权，对整个资产拥有优先要求权。在分析此类证券时，应该把土地租金加在利息之上计算总利息费用。而且，还应该认识到，与其它一般商业企业债券相比，房地产债券第一抵押权与其它较低级别权利之间的界限更为明显。31

不仅如此，在上述的量化考核之外，投资者还应该凭自己的头脑判断房产的位置和类型是否足以吸引租户，以及能否最大程度地避免因周围环境发生不利变化而引起资产价值下跌。320

房地产贷款不适用于为特定或有限的目的修建的房产，例如旅馆、车库等。这一类投资应该针对该业务本身，并把它当作一个单独的企业来考虑。根据我们在前文讨论过的、适用于高等级工业债券的标准，很难认为以某一新旅馆或类似项目为抵押的债券适合作纯粹投资。所以这一类企业都在初始阶段应该由私人资本投人，只有在显示了若干年的成功经营之后，才能向公众发售债券或股票。33注

释

1。参见劳伦斯。张伯伦和威廉.w，哈依著《投资与投机》，PP.xii，8—11,55-56，纽约，193年版。特别注意第55页的这段话:“‘作为长期投资，普通股并不比债券优越，因为它们主要不是投资工具，而是投机工具。，”

2.参见附录1的支持性资料。

3.“法案所要求的只是在发行时披露“证券实情”，并对未披露实情者予以处罚。一旦实情已被披露，如何决策就是投资者的事了。”威廉.0。一道格拉斯和G.E.贝茨著《1933年联邦证券法》，载(耶鲁法学杂志》，1933年12月。

4.该债券每年内的价格波动如下:

| 年份 | 最高价 | 最低价 |
|---|---|---|
| 1929 | 227 | 118 |
| 1930 | 193.375 | 116 |
| 1931 | 135 | 95 |

5.波卡洪塔斯燃料公司似乎是唯一一家仅公布年度资产负债表而不提供任何形式的损益表的上市公司。

6.在纽约证券交易所和联合化学染料公司之间的漫长争议中，就涉及上面的一些问题，该争议最终于1933以纽约证券交易所获胜而告终。

7。劳伦斯.张伯伦，<投资与投机》(见前面脚注)，第8页。

8.劳伦斯，H.斯隆《每个人和他的普通股》，第8一9页，279页。纽约，1931年。

9.在1932年购买收益率为o.}s%的美国国库券无疑是一种投资，因为投资者自觉自愿地接受如此之低的回报。但是1932年12月报出的1U3.75美元的美国第四战时公债价格，却是一种投机价格而不是投资价格。因为如果政府在1933年初行使其赎回权，则投资者将一无所获。实际上，如果债券被赎回，投资者将不仅得不到收入，还要损失部分本金。

10.参见附录2有关美国运通公司的清算的段落。它将说明这一点。

11有关这类证券的条件，参见附录40

12.参见附录5的支持性资料。

13.(伦巴第大街》，第245页，纽约，1892年。

14.详见附录60

15．详见附录70

16.详见附录80

17.详见附录90

18."信用债券"这一术语在美国金融实践中意指"无担保债券或票据"。这一名称有时也被用于其他证券而没有什么特殊的含义。还有一些"担保信用债券"，如芝加哥通报者和检查者担保信用债

券，利率为6.5%,1950年到期。克罗伊格和托尔公司担保信用债券，利率为5%,1959年到期。还有一些优先股被称作信用优先股或简称信用股票，如杜邦信用股票;布什终点站公司信用股票;通用汽车公司信用股票，1930年被清偿;通用雪茄公司信用优先股，1927年被赎回。

有时信用债券开始时确实名副其实，没有担保，但后来由于保护条款而获得了特定的抵押品。例如第19章讨论的纽约一纽黑文一哈特福德铁路信用债券。另一个例子是福克斯新英格兰剧院公司6.5%信用债券。该公司1933年重组。这些信用债券获得了一批同属该公司的第一抵押债券作为抵押。这些抵押是由债券的销售者提供的，因为剧院未达到预定的收益。

注意，“债券”和“票据”并无明确区分，只不过后者通常期限较短，发行后不超过10年即到期。

19.假如投资者能够谨慎地挑选铁路债券，只选择那些在1928年繁荣时期收入至少超过固定费用2.5倍的企业进行投资的话，他们应该只能在艾奇逊、加拿大太平洋、切萨皮克和俄亥俄、芝加哥一伯灵顿-昆西、诺福克和西部、佩尔·马凯特、瑞丁、太平洋联盟等几家中做出选择。(上述铁路公司中，除了佩尔·马凯特，其它几家的情况在经济萧条时期都相对较好。但同时应该注意的是，上述标准要比我

们在后面章节中使用的“平均收益=两倍固定费用”的标准更严格。)

20.详细资料及其它案例，参见附录IL

21.在1921年那样的特殊年份，一些相当安全的债券的息票率也高达7%，这是因为当时总体的利率水平比较高。

22.见附录130

23.见附录W,

24.分析州或市的财政状况的技术比较复杂，也没有可靠的捷径。关于这个问题的详细讨论超出了本文的范围，而且也非本书作者所长。我们推荐读者阅读投资方面的标准著作，如:赫斯丁.利昂著《投资学》第56一179页，纽约，1926年;劳伦斯·张伯伦和乔治·W·爱德华兹著《债券投资原理》.第二部分，第123一273页，纽约，1927年。拉尔夫·E"巴德戈著(投资理论与实务》，第594一684页，纽约，1928年。

25例如佛蒙特州，允许不作任何盈利能力考察就投资于新英格兰铁路债券;对于其它地区的铁路债券则要求固定费用不超过总营业额的20%。对上述二者都要求有一个连续的分红记录。

26.例如，参见修订后的缅因州法律，第57章27节，以及1931年(公共法》第222章6,7,8节的补充。它们涉及蒸汽铁路、公共事业和电话公司。佛蒙特州

有关公共事业的法律中，也可以找到类似的条款。新罕布什尔州允许对所有公司债券采用累计扣除法，但是颇为奇怪的是对于电话和电报公司却例外，要求采用总额扣除法。

27.收益比率、利息保障倍数和收益覆盖率这三个概念具有同样的意义。“利息保障倍数为1.75倍”这样的说法要比“安全系数为75%"更容易理解，虽然后者有时也在使用。我们建议应该一贯使用前一个表达方式。一些权威刊物(例如穆迪公司1930年以前的“投资手册”)，曾使用过“安全边际”的概念，即指息后收益余额与息前收益的比率。

例:如果利息保障倍数为1.75倍，那么安全边际值就是0.75/1.75二

426"o

28.有关这类证券的投资记录，参见附录150

29.参见附录16的评论和资料。

30位于第四大街419号的波克建筑公司在1927年发行了123万美元债券，而其缴人股本只有75000美金。(利用惯常的方法，其成本为130万美元的土地和建筑物被估价为1897788美元。)该公司于1931一1932年违约并被清算。

31.参见附录19的案例和评论。

32.这里介绍1933年硕果仅存的儿只稳健房地产债券之一:纽约三位一体建筑公司发行的第一抵押债

券，利率为5.5%,1939年到期，以两栋位于纽约金融区极好地段的办公楼作为抵押。该笔债券的发行额为430万美元，对评估价值达1300万美元土地和建筑物有第一留置权。在1931年，该项目的总收入为223万美元，扣除折旧之后的收益为第一抵押债券利息的6倍。到了1932年，租金收入下落到165.3万美元，但扣除第一抵押债券利息之前的收益仍达到利息要求的3.5倍。在1933年9月，该债券的售价接近面值。

33.有担保的房地产抵押证券将在本书第17章中加以讨论。

- **第11章债券投资的具体标准(完)**

股票市值和债券类负债的关系

要求权在债券之后的股本和盈余的总量，代表的是超过债务的资产量。这一点可以立即在以下这张简化了的典型资产负债表中得到验证:

资产，减流动负债(净资产)…………………………$1000000

……………………………………………$1000000

债券类负债(bondeddebt)………………………$600000

股本和盈余(股东权益)…………………………400000

……………………………………………$1000000

由此可以总结出这样一个简单的公式:

$$\frac{\text{股东权益}}{\text{债券负债}} = \frac{\text{净资产}}{\text{债券负债}} - 1$$

纽约州法律规定的标准—当我们研究资产负债表中的数据的时候，可以考察净资产项目或股东权益项目，以确定在债务本金总额之上的偿债能力或保证资本的大小。纽约州政府规制储蓄银行投资公共事业类债券的法令，同时采用了以上两种考察标准。它规定:0)所考察的抵押债务，加上所有的优先抵押债务，不得超过抵押财产价值的60%；(2)股本总额必须至少相当于抵押债务总额的三分之二。从我们前面所列举的典型资产负债表中不难看出，这两项要求大体是等价的。但是，如果一家公司有相当数额的无担保债务，那么这家公司可能在满足标准1的限制要求的同时，却满足不了标准2的限制要求。在这种情况下，第二条规定提供了一个补充的保护措施。以下的例子可以说明这种情况:

用于抵押的财产…………$10,000,000抵押债务………………$6,000,000

营运资本…………………1000000信用债券……………………3000000

(未用于抵押的财产)………………股本和盈余…………………2000000

11000000　　　　　11000000

在这个例子当中，抵押债务仅相当于抵押财产

的oo%，但股东权益额却比抵押债务的三分之二低得多，因此不符合第二条规定的要求。

应该注意到，纽约的法令所测评的对象只是股票(当然同时包括优先股和普通股)的面值或设定价值(parorstatedvalue)，并没有考虑帐面盈余(booksurplus)，而这种盈余也是股东权益的一部分。这种限制性规定所根据的理论可能是，这类盈余可以合法地分配给股东，因此无法指望它成为债券持有人利益的永久性保护。然而，大部分公共事业公司的盈余实际上几乎都用于固定资产投资，而不是以现金的形式分配给股东。所以，如果一定要求采用这种测评方法的话，那么以股本加盈余替代股本来进行测算应该更为合理。

对公共事业类债券而言，权益检验的作用并不可靠—我们不禁要问，在一般的情况下，对公共事业类债券进行财产或股本检验是否具有实质性的用处。在没有考察收益记录的情

况下，不可能获得有关某种债券安全性的任何指标。在某些实例中，可能一些公司的收益表现良好，但资产覆盖率(assetcoverage)却保持在很低的水平。这种情况叮能意味着，由于该公司正在获得异乎寻常的高投资收益率，它将更容易受到不利的比率限制的牵制。此外，(权益检验)的主要困难之处在于，资产负债表所提供的财产价值(以及股东权

益)等参考指标，在代表实际的现金投资或重置价值方面缺乏可靠性，而后两个参数常被当作计算资产覆盖率的基础。而且，在目前的条件下，看起来还没有充分的理由必须对公共事业类债券的财产价值或股东权益检验进一步精确化，铁路债券也是一样。

当然，我们并不反对将股东权益检验作为一项针对铁路和公共事业类债券的附加的预防性措施，它既可以被用作常规性检验，也可以在那些对用收益记录作为未来偿还债券利息能力的衡量标准有所怀疑的情况下使用。应该指出，如果采用这种检验方法，债务与股本和盈余比率至多为60%:40%的上限标准，要比收益至少为利息费用的1.75倍的下限标准更为严格。因此，如果允许债券类债务达到财产价值的75%，或者股本和盈余总量的3倍，两个标准将更为一致。

债券所对应的真实价值覆盖率的重要性—我们反对财产价值标准的主要根据在于这样一个毋庸置疑的事实:作为某一种债券安全性的指标，固定资产的帐面价值的实际上没有任何意义。对比这个指标，我们反倒确信，债券发行人具有比借人债务高得多的继续经营价值(going一concernvalue)不仅十分重要，而且对于保证一项固定价值投资的合理性非常关键。在按照标准价格购买任何一家企业—无

论是铁路、电话公司或百货商店—的债券之前，投资者必须确信这家企业的价值要比它所负欠的价值大得多。从这个意义上说，债券的购买者必须抱着借款给他人用以购买房产和钻戒时的态度来行事，而后者大为不同的是，投资者通常所考虑的必须是作为一个整体的企业的价值，而不是一项项独立资产的价值。

继续经营价值和盈利能力—“作为一个整体的企业的价值”通常完全取决于它的盈利能力。这就解释了收益指标的重要性日益占据主导地位的原因，因为后者不仅揭示了一家公司支付利息费用的能力，而且可以测度该公司的继续经营价值超过债券本金的幅度。正是由于这个原因，大部分投资者越来越将收益记录作为选择债券时唯一的统计或定量检验标准。而通常所采用的所有其他标准要么是定性的，要么是主观的(即在对管理状况或前景等方面进行评估时搀杂了个人观点。)。

当然，尽管人们都希望对债券安全性的检验能够尽可能地方便和简单，但是将这个过程变为仅仅考察收益对利息费用的比例这样一个唯一的标准，似乎是对这个问题的一种危险的过度简化。由于纯属暂时的有利或不利条件的影响，或者由于损益表的形式使得收益状况难以得到真实反映，考察期的收益可能并不具有代表性。以上情况在工业公司中

尤其有可能出现，这些公司不仅个体状况变动剧烈，而且所接受的会计监督的力度要比铁路和公共事业企业弱得多。

以股票市场价值衡量的股东权益—一个补充的检验方法—我们感到，至少对工业类债券而言，除了收益检验之外，补充一些能够反映高于借人债务的继续经营价值的定量指标是很必要的。我们所能提供的具有这一作用的最好的参数是:股本的市场价值与借人债务总额的比例。用股票的市场价格来说明问题肯定会使这个建议遭到激烈的反对，因为股票价格极端并且毫无意义地波动性是一个人所共知的事实。不过，虽然股价有着这样或那样的不完美之处，一般认为它比资产负债表所提供的数据，甚至一般的评估结果‘，都能够更好地作为反映继续经营价值的指标。

应该清楚地看到，我们只是建议将股票价格指标服务于有限的目的，即鉴别所考察的债券是一否有充足的所有者权益作为支持。这决不等于在说，价格总是实际或内在价值的准确体现。市场价格检验可以作为一种既存价值的粗略指标或线索，它只是对收益记录所提供的数据进行详细和周密的测评的一种补充，但它是一个重要的补充。

市场价格检验在极端的个案分析中的作用是毫无疑问的。如果股东权益的市场价值比债务总量高

出很多倍，债券的安全性将因此而得到充分的保证‘’;相反，如果股东权益的市场价格特别低，这将使有关债券的安全性成为一个大问题。股东权益市场价值的考察，以及它与借人债务总额的比较，已经成为债券分析的一个明显特征，并且常常被债券发行公告所引用(常见于制作周详的公告中)。我们建议将这种计算作为债券—至少是工业类债券—选择过程中的标准程序;并且在该检验过程中设定下限标准，将其作为评估债券安全性的第二个数量检验方法。

股东权益检验的下限指标—股票价值和借人债务相对比例的最小值通常应该是多少呢?为了回答这个问题，我们在下表(表11一1)中分别列示了反映一个公共事业企业、一个铁路企业和一个工业公司在1932年9月的财务表现的若干数据。虽然在考察期中市场总体上处于反常的状态，但是我们所选择的则是市盈率接近于1928一1929年通货膨胀之前水平的三个企业，所不同的是，现在对照明和能源企业的普通股每股收益的估价更为宽松一些。

表11—1利息保障比率和股票价值比率关系的实例

| 项目 | 北美公司 | 艾 ——<br>19 |
|---|---|---|
| 截止日期 | 1932年6月30日 | 19 |

| | | |
|---|---|---|
| 利息支付前利息 | $46，000，000 | $1 |
| 利息费用 | 24，000，000* | 13 |
| 利息保障比率 | 1.87 | 2.4 |
| 股息支付前收益 | $21，400，000 | $1 |
| 优先股股息 | 18，000，000 | 62 |
| 普通股可分配股息 | 19，000，000 | 12 |
| 每股收益 | $2.73 | $5 |
| 债券类负债 | $450，000，000， | $3 |
| 优先股市值 | 600，000股@45—$27，000，000 | 1 —$83 |
| 普通股市值 | 7，170，000股@33—$237，000，000 | 2 —$12 |
| 股票总市值 | $264，000，000 | $2 |
| 股票一债券比率 | 0.59：1 | 0. |

*包括子公司的优先股及其要求。

从以上的例子可以看出，在利息保障比率和股票一债券价值比率之间通常存在着粗略的算术比例关系。这种关系被概括在下表中:

| 企业的类型 | 收益为固定费用的最低倍数(利息保障比率) | 股票价 最低比率( |
|---|---|---|
| 公共事业 | 1.75倍 | $1股票 |
| 铁路 | 2 | $1股票 |

工业　　3　　$1股票

正如我们在前文曾经提示的，如果上述关系总是成立，那就没有必要分别进行两种检验，因为只要通过了其中一种检验，另一种检验必然也能通过。但是实际情况并不是这样的，因此当发现股票价值比率和利息保障比率检验的结果大相径庭时，我们必须思考一下这个情况意味着什么。

不同寻常的高股票价值比率的意义—让我们首先假设这样一种情况:利息保障比率刚好在最低临界点上，而股票价值比率大大高于临界点。这个结果显然将强化仅仅从收益表现中得出的对这种证券的印象，并相应增强对这种证券的品质的信心。

例:P·劳里拉德公司的两种信用债券，一种票面为利率5%,1951年到期;另一种票面利率为7%,194L4年到期。

1931年收益与利息费用之比…………………………3.7倍

5年平均(1927—1931)…………………………………2.5倍

7年平均(1925—1931)…………………………………3.2倍

债券类负债总额…………………………………$19800000

股票价值，1932年9月………113000股优先股@105$11900000

……………………1900030股普通股@1732300000

股东权益总额………………………………………$44200000

股票价值比率………………………………………2.25

在这个例子中，股东权益的价值是一个明确的保证信号，它无疑可以抵消由低水平的5年平均利息保障比率所引起的(对债券安全性)的疑虑。

低于正常水平的股票价值比率的意义—与前例相反的情况是，利息保障比率尚可满意，但是股票价值比率却远远低于最低要求。

例:通过研究下表可以更好地理解这个问题，该表列示了内陆钢铁公司1932年9月发行的票面利率为4.5%的第一抵押债券和其他两种债券的对比(见表11一2)0

从利息保障比率的角度分析，内陆钢铁公司债券可以被认为是有保证的。尽管1931一1932年的收益记录不佳，但是在当时大环境的限制下，这种表现却也无可厚非。根据在第九章提出的原则，正常年份较高水平的利息保障比率和远高于最低要求的

6.5年平均比率，可以用来弥补现期亏损这一不足之处。

不过，内陆钢铁公司的股票价值比率却难以令人满意，因为对应于每一美元的债券，只有市场价值远远不到1美元的股票。有人可能会提出异议:由于1932年的股市普遍存在着低估股票价值的现象，内陆钢铁公司的股票也难免异常低落，所以以此来评估内陆钢铁公司债券的优劣，并不比以1932年该公司的收益状况为根据进行检验的结果更具有说服力。当然，这个意见可能是正确的，

表11—2三种债券的比较

| 项目 | 内陆钢铁公司，票面利率4.5%，1978和1981年到期。价格82，收益率5.6% |
|---|---|
| 年利息费用 | \$1，890，000 |
| 息前收益： | |
| 1932(前半年) | -496，000 |
| 1931 | 3，126，000 |
| 1930 | 7，793，000 |
| 1929 | 13，042，000 |
| 1928 | 10，569，000 |
| 1927 | 7，482，000 |
| 1926 | 7，851，000 |
| 6.5年平均 | \$7，595，000 |

| | |
|---|---|
| 利息保障比率 | 4.6倍* |
| 债券类负债 | $42，000，000 |
| 股票价值： | |
| 优先股 | |
| 普通股 | $24，000，000(a) |
| 股票总价值 | $24，000，000 |
| 股票价值比率 | 0.57比l |

*根据该时期借入债务的变化调整。

1，200，000股@20=(a)；250，000股@30=(b)；450，000股@17=(c)；91，000股@110=(d)；1，595，000股@15=(e)

但是这就要求债券的购买者能够确信存在股票价值的低估，以便修正其债券选择行为，这正是困难之处。只要确信某家公司的股票价格过低，就应该去购买这家公司的债券作为投资，在我们看来这完全是一个难以自圆其说的推理。据此逻辑行事定会使你陷人“一招走错，满盘尽输”("headsyoulose,tailsyoudon'twin")的境地。如果你对股票价值的判断是正确的，那么购买股票的获利将比购买债券更丰厚;如果你在对股票问题的判断上出现了错误，也就是说这些股票的价值并没有被低估，那么你实际上进行了一次对质量不高的债券

的投资。

我们将克鲁斯博钢铁公司和通用烤制公司的收益表现与内陆钢铁公司的数据同时列示在上表中，为的是支持我们的推理，即在1932年9月，在5.60%收益率的基础上购买后一公司的债券，就当时的情况来说并不具有特别的吸引力。可以注意到，从收益表现的角度看，克鲁斯博钢铁公司的债券与内陆钢铁公司的债券至少一样出色，而如果将股票价值比率的因素考虑在内，前者无疑要优于后者。此外，克鲁斯博钢铁公司证券的到期收益率是内陆钢铁公司收益率(4.5%)的两倍多。不过，由于内陆钢铁公司声誉卓著，因此尽管有关孰优孰劣的统计比较结果很明确，一些投资者或许仍然会坚持把自己的钱借给内陆钢铁公司而不是克鲁斯博钢铁公司使用。从这一点上讲，这些投资者的判断和决策也许将会被证明是完全正确的，但是困难的地方仍然在于，为了确证购买内陆钢铁公司债券决策的正确性，投资者必须假设，市场在低估了内陆钢铁公司股票价值的同时，过分高估了克鲁斯博钢铁公司股票的价值。对于1932年的一项回报率为5.5%投资而言，我们认为，这种假设显得过于复杂和可疑。

回过头来再比较一下内陆钢铁公司的4.5%债券和通用烤制的5.5%债券，虽然这两种债券的收益率相当，但是我们难以无视如下事实:后者在统计结果

方面对比前者存在着诸多的优越性，无论利息保障比率还是股票价值比率的检验结果都反映了这一点。提供通用烤制公司的例子是为了确立以下一个论点:即使在1932年9月这样的劣于正常状态的市场条件下，投资者仍能发现存在着收益丰厚并目.能够通过最严格的用于债券选择的数量检验的债券

这里又一次用到了我们所提出的主导性原则:债券投资是一门否定的(negative)艺术。以上的讨论并非试图暗示内陆钢铁公司4.5%债券是一个劣质的投资对象，对其进行投资的各种可能结果其实都存在，我们所希望说明的是，对各种数据进行合乎逻辑的分析的结果，没有提供应该购买该证券的确凿理由。

铁路和公共事业公司的股票价值比率—对于工业公司来讲，股票价值比率可能比较容易计算，但是铁路和公共事业公司在计算该比率过程中会出现各种复杂的情况。除了资产负债表中显示的债券类负债以外，将与负债性质相同的租赁债务(rentalobli-gations)以及比母公司债券优先级别更高的子公司优先股考虑在内是很必要的。这些困难限制了将股票价值比率检验用于铁路和公共事业债券分析的作用。不过，正如本章前半部分中所提到的，这种检验对于这两个部门的公司债来说并不是不可或缺的。如果一位谨慎的投资者坚持要在选择

铁路和公共事业类债券的过程中使用股票价值比率检验，他可以通过固定费用资本化(capitalizingthefixedcharges)的方法获得较为满意的结果，这一方法将在下一章考察铁路和公用事业债券分析中存在的特殊因素时进行介绍。

不能为反映市场条件变化而调整股票价值检验的标准—有人可能会问这样一个问题:为了反映市场条件的变化，应该对股票价值比率的标准作出多大幅度的调整?市场景气的背景下，一种债券所对应的股票市场价值比衰退时期要大一些，这似乎是一个合情合理的预期，从而也可能成为一种要求。如果1美元股票对应着1美元的债券被认为是工业公司债券在"正常"情况下的标证券含析准，那么在股价膨胀时期将标准调整为—比如说$2比$1，或者相反，在股票价格低于其内在价值时设定$0.5比$1的标准，这难道不是一种合理的调整要求吗?但是这个建议至少从两个方面来讲是行不通的，第一，要按照上述规则进行调整，债券的购买者必须能够准确识别股票价格是否处于过高或者过低的水平，这显然是一种过分恭维购买者能力的假设;第二，这实际上是在要求债券投资者在经济高涨时期行事特别谨慎，而在衰退时抱持更大的信心，这种苛求完美的态度不是平凡人性所能企及的。债券的购买者都是普通人，不可能期望他们完全没有对牛市的狂热

和对萧条的焦虑。

因此，我们无意在此建议这样一个规则:当股票价格高时，上调正常情况下所采用的股票价值比率标准。因为这个意见不会被投资者所采用。同样我们也不打算针对熊市提出与以上相反的规则，主要的原因是，即使在衰退的情况下，经过不懈的勤奋搜寻，最后总能找到可以通过所有常规检验的投资机会，我们的通用烤制公司正是一例。

固定价值投资分析中定量指标最小临界值一览表

1.负债方规模:

市政:人口……………………………………30000

公共事业:营业总收入…………………………$2000000

铁路:营业总收入…………………………3000000

工业:营业总收入…………………………5000000

2.利息保障比率:

公共事业债券:(7年平均)………………………1.75倍

铁路债券:(7年平均)…………………………2倍

工业债券:(7年平均)…………………………3倍

不动产债券:(可靠的估计)………‘………………2倍

3.财产价值:

不动产债券:财产的公平价值(以在无通货膨胀市场上的真实售价为基础)必须高于债券价值的50%。

投资信托债券:类似比率，以资产的市场价值为

据。

4股票的市场价值

公共事业:………………………债券类负债的50%

铁路:………………………债券类负债的66.66%

工业:………………………债券类负债的100%

- # 第12章铁路和办共事业类债券分析中的特殊问题

铁路债券的分析

铁路债券的选择可能会成为一个极端复杂的过程。为了提供详细分析的根据，铁路公司向州际商业委员会提交的报告中汇集了繁浩的有关公司财务和实物资产状况的数据。对铁路部门报告的彻底研究，将会涉及到包括以下一些项目的内容:

2.财务方面:

a.营业收入的构成和规模变化趋势。

b.维护保养费用支出和总收益的比例。

c.运输费用额的相对比例和变化趋势。

d.“其他收入”项目的特点。

e.利息和其他扣减项目的保障比率和相对变动。

2.实物资产方面

a.地理位置。

b.双轨和三轨路段的长度。

c.路轨的重量。

d.道碴(ballast)的性质。

e.设备的数量和容量。

3.经营方面

a.(铁路)交通的状况和密度。

b.平均运输量和平均承载比例

c.列车载重状况。

d.燃料消耗。

e.每英里客货运输的经营成本。

f.单位设备的维护保养费用。

除了以上这些影响整个铁路公司经营的因素之外，还可以专门研究抵押留置权所涉及的路轨的状况。关“

选择高品质债券无需复杂的技术分析—这类综合分析实际上都是由购买铁路债券的大型金融机构的投资部门进行的。然而，(这些研究部门在债券分析方面的效率)不仅明显不能与个人投资者匹敌，而且在我们看来，它们的分析方法与高品质债券投资的真正要领大相径庭。回报有限的固定价值证券的选择至少从相对的意义上说是一个简单的操作。投资者应该进行数量检验以确认有关公司的收益充分高于其利息费用，而且企业本身的现期价值也大大超过债务总额。此外，他(投资者)还应该通过自己的判断，从而确信企业的状况能够保证未来经营的

持续成功，或者更准确地说，使失败出现的概率减小到很低的水平。

这些检验和这些评判标准并不需要非常复杂的技术分析。如果铁路债券的投资者必须权衡诸如—令人满意的列车载重状况的变化情况和不合理的铁路交通分布—这样的因素的话，费尽心机和繁杂的分析工作和可能获得的收益—4%到6%的固定收入回报—完全不成比例，结果别人肯定会建议他购买美国政府所发行的证券，这些证券尽管收益率较低，但安全性是毫无疑问的，或者他可以把钱交给一家大储蓄银行，让后者借助优秀的专业统计人员为他的钱寻找投资机会。

推荐的分析检验程序—由于数据资料十分丰富，铁路债券的分析很自然地和各种复杂程序联系在一起，但是在我们看来，这个现象是不合乎逻辑的。相关数据的充裕并不意味着对这些数据进行分析是有必要的，甚至难以断言这样做是有所帮助的。我们建议，高质量铁路债券的购买者将定量分析限制在固定费用保障比率和股东权益规模这两项内容(并适当关注收益变化的趋势和维护保养支出的充足性)。如果他愿意更加谨慎一些的话，我们建议在这两项检验中，提高最低临界线的标准，而不是利用年度报告中的大量其他指标增加统计检验项目的个数。

为了使我们的观点更加明确，一个补充说明是:在购买投机性铁路债券或股票时，这些更复杂的分析有时的确是可取的，因为它们可以帮助投资者进一步判断未来的趋势。但是固定价值投资存在的所有理由，都和主要依赖于对未来的推测这一做法难以相容，因为从逻辑上讲，这种判断的用武之地在于那些能够为正确的判断提供获利机会，同时对错误的判断带来相应的惩罚的证券分析领域。

铁路部门收益分析的技术要领—在把利息保障比率检验应用于铁路债券分析的过程中，会遇到一些技术性问题，应该引起注意。铁路部门存在着各种各样和债券利息的地位平等的债务，显然在计算安全边际(marginofsafety)时应该将它们考虑在内。同时，还存在着某些既具有固定费用性质，又具有营业费用(operatingexpenses)性质的扣减项目。此外，还有一些—比如利息收入—以“其他收入”的名目出现的债权，它们有理由被当作利息支付的抵减因素—至少可以被用以和其他铁路公司进行比较。在下表中，我们列举了铁路公司财务报告中一些较为重要的具有上述性质的项目。

1债券利息和与之性质类似的费用

a.长期和短期债务利息。

b.租赁线路的租金。

c.合用设备(joint-facility)的租金(借方净额)。

2.性质介于固定费用和营业费用之间的扣减项目

a.设备租金(借方净额)。

b.杂项租金支付和杂项扣减。

3可以部分抵减债券利息的债权(按可靠性大小顺序排列)

a.债券利息收入;租赁线路的租金和合用设备的租金(货方净额)。

b.设备租金(货方净额);股息收入。

c.杂项非营业收入。

固定费用保障比率(fixed一。hargecoverage)的计算方法—如何最科学地利用所有以上项目构造一个用于计算固定费用的最佳公式，对此人们可能会提出很多方案。不过，只要我们心里清楚债券的购买者对过于精确的数字并不感兴趣，而只要求一定的准确性，那么这个问题就可以化繁为简了。说到底，投资者所处理的数据只反映了过去的历史，其唯一价值仅在于为未来的状况提供一些线索和启示。从这种日的出发，对计算公式进行优化的意义不大。我们建议，对铁路债券而言，利息保障比率检验可选择采用以下两个公式之一，并分别设定最低安全边际。我们推荐的方法如下:

检验A.固定费用保障倍数(numberoftimesflexedchargesareearned)

固定费用÷保障倍数=总收益÷(总收益－净收益)

注:“总收益”为“偿付租金后净收益”加上“其他收入”，“净收益”为可用于派发股息的收益余额。

检验B.净扣减项目总额保障倍数(numberoftimesnetdeductionsare earned)

净扣减项目总额保障倍数 = 铁路经营收益÷ < 铁路经营收益一净收益 >

注:“铁路经营收益”和“税后净收益”等同，也即营业总收入减去经营费用和税收。

铁路债券安全边际的计算(一单位:$1000;1931日历年)

| 项目 | 切萨皮克和俄亥俄 |
| --- | --- |
| 1．营业总收入 | $119552 |
| 2．税后净收益=铁路经营收益 | 35417 |
| 3．设备及合用设备租金 | 借方余额 88 |
| 4．租金后净收益=净铁路经营收益 | 35329 |
| 5．其他收入 | 2269 |

| | | |
|---|---|---|
| 6．总收益 | | $37598 |
| 7．利息和其他固定费用 | | 10902 |
| 8．可用于股息分配的余额 | | $26696 |

在分析过程中只需要选用上述两项检验之一即可，也就是采用其中较为严格的一个，通过简单的比较就可以判别哪一项检验更严格。选用检验方法的原则是:如果总收益超过税后净收益，则采用固定费用检验(检验A);如果税后净收益超过总收益，则采用净扣减项目检验(检验B)。下面的例子具体说明了检验方法选择和使用的过程。

切萨皮克和俄亥俄。1931

总收益大于税后净收益，因此采用固定费用检验(检验A)。

固定费用保障倍数=(6)÷[(6)-(8)]=37598÷10902=3．45(倍)

芝加哥大西部．1931

净扣减项目总数保障倍数=(2)÷[(2)-(8)]=4988÷4087=1．22(倍)

税后净收益大于总收益，因此采用净扣减项目检验(检验B)。

北太平洋．1931

固定费用保障倍数=23654÷14752=1．60(倍)

总收益大于税后净收益，因此采用固定费用检验(检验A)。

有关上述检验的说明

1.切萨皮克和俄亥俄是一个典型的例子:两项检验的都将得到相同的结论—在该例中，债券的安全边际是令人满意的。

2.在芝加哥大西部的例子中，经常被采用的检验A将难以充分地反映该公司所负担的巨额的租金扣减，这部分扣减的影响反映在检验B的结果中。根据我们的建议，投资者所应该考察的正是后一个较不理想的检验结果。

3.北太平洋的例子说明了另一个截然相反的情况。该公司的其他收入对比债券利息来讲大得异乎寻常，因此在多数年份中，净扣减表现出贷方余额。在这种情况下，投资者应该以检验A的结果为分析依据，并以检验B作为进一步确认的指标。

宾夕法尼亚铁路公司的情况提供了另一个特殊的案例，该公司报表中丰厚的其他收入中的大部分可被用于直接抵减固定费用。这些其他收入项目包括，归母公司所有的本系统企业所发行的证券的利息和有担保的股息(guaranteeddividends)收.入，因此这些项目在后面又以利息和租金支付的形式出

现。1932年，这部分抵减项目的总额达到$28000000。它们理应以适当的方法从财务报表中全部删除，将它们列人报表的效果是降低了固定费用检验结.果中的的保障倍数指标，如下表所示:

| 1932年 | 固定费用检验净扣减项目检验 | 报表显示 |
| --- | --- | --- |
| 总收益 | $95，500，000 | $67，500，000 |
| 固定费用 | 82，000，000 | 54，000，000 |
| 固定费用保障倍数 | 1．17 | 1．25 |
| 7年平均保障倍数 | 1．77 | 2．25 |

该例中，净扣减项目检验提供了一个比未作数据修正情况下的固定费用检验更加确切的结果。在一个填密的分析过程中，分析家应该象上例中所演示的那样，利用可知的实际情况对财务报表中的数据进行调整，以供检验之用。

维护保养费用支出和固定费用保障比率的关系—在铁路部门的财务会计处理方面，有两个重要项目从某种程度上说是由人为因素任意决定的，而每

年有关这两个项目的事项都有可能受到特殊处理，以产生具有蒙蔽性的正反两方面的效果。这两个项目中的一个就是维护保养费用帐户。如果一家公司在道路和设备保养方面的支出过低，那么该公司的净利润增加将以财产受到额外损失为代价，这样资产负债表所提供的固定费用数据就不能公正地反映出该公司在考察期的盈利能力。聪明的债券购买者应该对有关公司的维护保养费用比率(例如:道路和运输设备的维护费用与营业总收入的比率)进行核查，以确定这些比率不在低于标准的可疑范围之内。当我们写作这本书的时候，尚没有有关正常维护保养比率的明确标准，如果急需一个较好的指标的话，我们建议采用1930年以前(包括1930年)5年内实际维护保养费用支出的平均值作为一个近似的正常值。根据全国铁路网分区统计，这部分支出占营业总收入的32%至34.5%.2当某一具体铁路段的数据和这些平均数据相差较大时，分析家和投资者应该作一些更深入细致的调查分析。

非常规的股息收入—第二个需要仔细辨认的项目是股息收入。当一个铁路公司拥有下属子公司时，前者可能会不定期地以特别股息的形式提取子公司的累积利润。这种交易的效应是夸大了母公司在获得特殊股息的年份的盈利能力。3

过度的维护保养费用和未分派的子公司收益—

有时，铁路公司的财务报表也会出现与上述问题完全相反的情况，即维护保养费用支出过度或子公司存在大量未向母公司分派的现期收益。这种情况的存在会致使所考察铁路公司的盈利能力受到低估。这类现象在分析股票价值时是很值得研究的，但是债券的购买者对此关注的程度要低得多。一般来讲，他不能因此提高对某种债券安全边际的评价，而将原来已经被判定为不合格的债券重新判定为合格。但是，投资者应该认识到，由于这些因素的存在，未认识到这些因素之前已通过安全性检验的债券变得更具吸引力了。4

公共事业债券分析

1926年到1929年间公共事业类证券的流行，使这种形式的融资规模急剧增大，但是数额的增加却明显地伴随着证券质量水平的下降和证券发行机构募资宣传误导性的加强。投资银行(包括一些声誉卓著的投资银行)在制作募集公告时往往采用各种违背道德原则的手法进行包装处理，为的是使得所发行的证券在表面上显得比真实情况更加安全一些。在这些应该受到批评的做法中，最主要的几种是:0)将“公共事业”的名头移植到工业企业身上;(2)用预先扣除法(prior—deductionsmethod)计算收益覆盖率(earningscoverage);(3)在计算可用于债券利息支付的净收益时，忽略折旧因素。

1.“公共事业”名称的滥用—什么企业可被称作公共事业企业，这个问题可能颇受争议。从严格意义上说，公共事业企业应该是指那些拥有政府批准的特许权并始终受到有关法规管理和规制，为广大公众提供必需性服务的企业。(虽然蒸汽列车铁路企业从本质上讲是公共事业企业，但传统上我们习惯于将它们列人另一个类别。)从投资的角度出发，与公共事业部门相联系的最重要的特征是稳定性，其理由首先在于:公共事业部门为广大客户提供着垄断性的并且是不可缺少的服务产品。此外，这些企业拥有合法的制定适当收费标准以抵补成本的权力，这足以为投人资本的适当回报提供保证。

应该切记，这种稳定性只是相对的，而不是绝对的，因为这些企业并不能在经济变迁中独善其身。二十年前，有轨电车公司在公共事业领域中独占鳌头，但现在这些企业所面临的来自于其他类别的公共交通企业的竞争是如此之严峻，以至于在大部分的社区，有轨电车的票价难以提高到获得适当的投资收益所需的合理水平。更有说服力的例子是，在1918一1920年这个通货膨胀严重的战乱年代，照明和能源公司深受劳动力和物质成本飞涨的影响，同时这些企业在获准提高利率方面又遭遇到许多困难和延误。这些情况曾一度致使公共事业证券投资的热度降温，但随后煤气、电力、供水和电

话公司总收益和净收益的急速膨胀，又迅速使这些公司所发行的证券重新受到欢迎。

根据纽约州政府限制储蓄银行投资方向的法令规定，煤气、电力和电话是仅有的3个准予进行投资的公共事业领域。我们在前文已经提到，实际上这类企业的范围还可以进一步扩大，比如把那些较大型的为社区提供用水的公司包括在内。

假冒的公共事业—在这样一个公共事业债券的黄金时代，这个吸引人的标签常被投资银行借用，来包装那些真正具有公共事业性质的业务最多仅占总业务量一部分的公司的债券，以此促进这些证券的销售。这类债券可被称作“假冒的公共事业债券”。出售冰块、经营出租车或者拥有冷库的企业突然纷纷与“公共利益”休戚相关到了如此重要的程度，以至于它们可以以债券的形式募集用于房地产投资的大部分资金，并将这些债券冠以公共事业证券的帽子出售给投资者。以这种方式筹资的企业往往是小型煤气、电力或电话业务部门与制冰或冷冻仓储业务部门的结合体，如此安排是为了迷惑和误导投资者，使他们不能了解投资对象的真实性质。这类杂交公司组织的先驱中一个突出和不幸的代表是在很多年以前由城市服务公司创立的，它将一个真正的大型公共事业网络和一个同样庞大的石油制造、提炼和营销企业结合在了一起。

天然气—1929年大萧条以前的一段时期出现的另一个重要事件是，天然气从石油工业的一个分支部门，突然摇身一变成为“国家支柱性公共事业部门之一”。在此之前，天然气主要被用作工业燃料以及生产汽油和碳的原料。输送管道建设的发展，使天然气得以远程输送并到达城市中心，它替代了大量的人工燃气的消费。企业创办人和银行迅速转向攫取这种新兴“公共事业”的利益，通过使用这一标识，大量的天然气债券在公众当中都成功地完成了融资计划。从制冰部门的情况来看，众多的企业煞费苦心地将天然气开发项目与某一小型的真正公共事业结合在一起。在很多情况下，这些在公共事业投资的面具掩盖下的债券销售，实际上是对公众信任的妄加利用，因为天然气产出中的大部分被制造业部门所使用，而这种天然气经营项目完全处于燃料工业的经营风险之中。

上述的分析说明，存在着公共事业和“公共事业”两种企业，投资者不能因为某种证券贴有这种标签就确定投资收益具有稳定性。他们应特别小心地躲开电力或电话业务与工业业务混合的杂交公司，因为说到底，这种混合的目的全都是为了盗名以欺世。”

2.用预先扣除法计算保障比率—在扣除优先费用之后计算利息保障比率的方法的谬误之处，我们已

经在前文中分析过。我们的观点是，证券发行公司继续使用这种方法计算保障比率，反映了一种严重的职业道德危机，因为有关人员不可能不知道这种方法所具有的误导性，但是他们仍然沿用这种方法，为的是制造有关债券安全性的欺骗性的假象。

3.在计算保障比率时忽略折旧费用—债券募集公告所公布的利息保障比率指标，普遍是在扣除折旧这个备抵项目以前计算出来的，对于这种方法同样也很难找到令人满意的解释。折旧是公共事业企业营业费用中一项实在而且重要的构成。对于一个典型的经营良好的公司，每年折旧储备中的大部分资金被用来更新毁损或报废的设备。因此，不能认为折旧仅是一个帐面的概念，因而无须认真对待。当然，在每一个特定的情况下，提取多少折旧费用较为合适，对此自然会有不同的看法。但是，只要我们适当关注具有极端重要性的设备更新换代问题，那么就很少会发现某个典型的控股公司的这个备抵项目是过大的，实际上，多数情况下该项目的处理往往低估了真实折旧水平。“

根据作者的观点，在公布可用于发放利息的收益的数字时，对折旧费用的任意省略的处理方法和明目张胆地歪曲事实的危险性是一样的。71924年城市电力和照明服务公司发行的票面利率6%,1944年到期的债券，为我们提供了另一个同样完全具有误导

性的处理方法的案例。在这个例子中，债券合同所规定的最低折旧和维护保养费用，大大低于各个子公司实际计提的这类费用的总额。在债券公告中，收益的报告数字是按“债券合同所假定的比率”扣除折旧之后的结果。用一句更直接的话来说，在计算有关债券的安全边际时，真实的折旧水平被大大低估了。这一则融资案例将在下文中进行进一步的评论。

推荐的分析程序—我们衷心地向潜在的公共事业债券的购买者建议，在认可财务报表所报告的利息保障比率指标之前，先考察一下收益中是否已经扣除了正常折旧费用。面对这类(公共事业)公司的财务报表，折旧备抵如果低于营业总收入的6%，投资者就有理由怀疑计提的折旧是否充分。实际上，从谨慎的态度出发，折旧至少古到营业总收入的8%才算是合意的水平。确实，累积折旧是资产帐户而不是损益帐户的一部分，但是因为投资和总收益之间存在着一种相当稳定的关系(大约$4的资产对应着$1的收益)，所以折旧备抵的金额可以方便地根据营业总收入来判断。

说明仔细审查募集公告的必要性的例子—以下这个实例从比较极端的角度说明，仔细审查银行家制作的公共事业债券的募集公告是非常必要的。

公共事业服务公司可转换信用债券，票面利率

6.5%,1938年到期，1928年以邪99.5的价格发行，收益率6.55%.募集公告所公布的有关指标归纳如下:

发行债券总额………………$3000000

企业性质和规模………………经营20个电话公司和4个制冰公司。

资产价值…………………$12,500,000(刨除拆旧后)，

扣除优先债务后，每$1000债券对应$1650资产。

收益截止到1928年5月31日的会计年度

总收益……………………$3361000

扣除折旧前净收益………………969000

优先扣减(priordeduction)…………441000

可用于信用债券利息支付的余额……528000

信用债券利………………………1195000

可用于派发股息的收益余额……………333000

“可用于该债券利息支付的余额相当于利息的2.71倍。”

该幕集公告的错漏之处—1.该公司的经营是公共事业业务(’电话)和工业生产(制冰)业务的结合，但是该公司利用债券进行融资的程度，却超过了纯粹的公共事业企业可以安全承受的限度，它的总债务占资产估算价值的84%。公告中没有说明制冰业务在总收益和净收益中所占比例，因此我们可以断定这个比例是相当大的。“

2.收益报表中省略了折旧费用一项，这种处理的误导性几乎到了欺诈的程度。电话公司的折旧储备吸收了营业总收入中的很大比例。在美国电报电话公司系统中，这个比例平均达到巧%，而公共事业服务公司的主要子公司(利马电话公司)这项费用的实际扣除也大致为这个比例。如果折旧费用按照营业总收入的15%计算，那么扣除的这项费用将达到$500000，这会使得公司实际可用于支付信用债券利息的收益一扫而光。换句话说，收益不仅不能象公告中所声称的那样，为利息支付提供2.71倍的安全保障，相反，公司收益相对利息费用而言还存在着大量赤字。

制冰企业的折旧费用要低于总营业收入的巧%，但是这种优势被工业性质债券所要求的较大的安全边际抵消得荡然无存。况且，如果认可报告中公布的$12500000的资产价值(扣除折旧后)，那么无论在何种情况下，折旧率都不应低于4%，也就是$500000。

…3.募集公告中用预先扣除法计算利息保障比率，这种计算结果显示，该信用债券受到保护的程度高于优先债务。(债券的利息保障比率为2.71倍，而优先权益受到收益保护的程度仅有2.20倍。)

我们先假定$300000这样一个较低的年折旧标准，然后采用正确的利息扣除步骤，根据这种计

算，公告所公布的有关指标应该修正为:

总收益……………………$3361000

扣除折旧前净收益……………969000

折旧(估计)……………………300000

可用于利息支付的余额…………669000

总利息费…………………………636000

可用于派发股息的收益余额…………33000

利息保障倍数………………………1.05倍

4.所谓每$1000信用债券对应有$1650资产的结论，来自于同一个误导性的计算公式。债券类负债的总额为$10500000,而与之对应的估定资产为$12500000，因此每$1000总债券债务只对应有$1190估定资产。9

例:对城市电力和照明服务公司1926年4月发行担保债券时发布的募集公告进行类似的详细审查，有助于进一步说明这个问题。该债券票面利率6%,1944年到期，价格为$96，收益率6.35%。该公司1925日历年的收益数据如下:

总收益(包括其他收入)…………………$49662000

扣除营业费用和税收后的净收益

…………19096000

减:

固定费用和子公司的优先股息

………………10102000

折旧(按“债券合同规定的比率”计算)…………1574000

少数股东权益(minorityinterest…………………209000

可用于支付城市电力和照明服务公司债券利息的收入··7211000

该债券利息总额……………………………1466000

“如上所述，可用于支付城市电力和照明服务公司债券利息的收入，是A系列债券的最大年利息支付总额$1466250的4.9倍，同时也是城市电力和照明服务公司全部借人债务的最大年利息支付总额$1736250的4.1倍。”

该募集公告在两个重要的方面具有误导性:一是采用预先扣除法计算所发行债券的收益覆盖率;二是在折旧项目中使用虚假的和过低的数字。通过研究向纽约证券交易所提交的该证券的上市申请，我们发现，在截止到1925年6月30日的会计年度中，经营中子公司(operatingsubsidiaries)实际共拨款$5214000用于更换设备，这几乎是债券合同中武断提出的数字的4倍。将折旧项目的数字修正为实际发生数字，并以正确的方法计算利息保障比率，我们可以将募集公告的数字修正如下:

总收益……………………………………$49662000

净收益(减去少数股东权益后)……………19189000

截止到1925年6月30日的折旧……………5214000

可用于支付固定费用的余额……………………13975000

子公司的利息和优先股息……………………10102000

母公司利息费用………………………………1736000

固定费用总额…………………………………11838000

可用于母公司股息分配的余额…………………2137000

固定费用保障倍数……………………………1.18倍

这个结果显然和募集公告中高达4.1或4.9的利息保障比率差距甚大。

计算利息保障比率时减去联邦税收—联邦所得税的税基是减去利息支付后的利润，因此，可供利息分配的收益应是在扣除联邦所得税前的数字。在公司提供给股东的财务报告中，计算的过程常常将这个次序颠倒过来，而且在大多数情况下，税收额并不反映出来。但是在分析债券选择问题的时候，我们无须重新加人真实的或估算的联邦所得税，来修正有关收益的数字。理由是，通过这种修正和不通过这种修正得到的指标区别不大，很少会影响到

债券甄别和选择决策的结果。而且，(不修正)错误的影响在于低估安全系数，这种错误在选择投资性债券的过程中是无可厚非的。总之，分析家应该避免在那些对他所搜寻的结论无关紧要的、复杂的计算和调整环节中费时耗力。

在债券募集公告中，为了报告尽可能高的安全性指标，可用于利息支付的收益数字通常是在扣除联邦所得税前得出的。这种算法在一般情况下没有什么不妥，但是对于公共事业控股公司所发行的债券却是个例外，这些债券的优先级别一般要低于子公司的优先股，而在这些股票的股息分配之前，需要计算和扣除联邦所得税。所以，对于城市电力和照明服务公司1927年11月发行的票面利率为5.5%的信用债券来说，对该债券募集公告的有关数据提出异议也是在情理之中的，因为所公布的可用于控股公司债券利息分配的收益，是在扣减整个公司系统应缴的联邦所得税之前的数字。

- # 第13章债券分析中的其他特殊因素

“母公司单独核算”收益与合并收益(consolidatedretum)在所有的公共事业债券的募集公告和年度报告中，公布的损益表几乎毫无例外地是按照合并会计核算的格式出现的，即从经营中子公司的总营业收入出发，逐一列明相应的营业费用、折旧、固定费用以及子公司优先股股息，然后计算出可供用于母公司利息支付的余额，最后得出对应于普通股的收益余额。除此之外，在各种公告和报告中还存在着另外一种格式的损益帐户(incomeac-count)，记录的是以母公司单独核算的办法的计算出的收益，它只是一种形式，没有实际参考价值。这种帐户以母公司收到的由经营中子公司派发的股息为计算的基础，因此没有公布后者向公众支付的利息和优先股股息的数额。由这种母公司单独核算的损益帐户计算出来的利息保障比率，是预先扣除

法应用的一个例子，在绝大部分情况下，根据这种帐户而得出的有关母公司债券的安全性的指标，看上去会比从合并会计报表中得到的结果更好。投资者不必对"母公司单独核算"的数字过分关注，而应该根据完备的合并损益帐户来作出自己的判断。

例:下面的例子可以说明我们的观点:(表13一1)

虽然母公司并没有以股息的形式获得下属子公司的全部收益，但即便如此，预先扣除法也会使得在单独核算基础上的计算的母公司债券利息保障比率，大大高于根据合并报表计算的结果。

表13一I标准煤气和电气系统．1931年

| 项目 | "母公司 |
| --- | --- |
| 营业总收入 | $1679000 |
| 可用于支付固定费用的收益余额 | 1651400 |
| 固定费用 | 4739000 |
| 可用于支付母公司股息的收益余额 | 1177500 |
| 固定费用保障倍数 | 3．48倍 |

子公司的优先股股息—在一个控股公司系统中，主要的经营中子公司的优先股在级别上高于母公司债券，因为后者的主要利息来源是母公司从子公司中得到的普通股股息。由于这个原因，子公司的优先股股息总是被计入公共事业控股公司系统的

固定费用当中。换句话说，这些固定费用根据优先级别的顺序，包括以下项目:

1.子公司债券利息。

2.子公司优先股股息。

3.母公司债券利息。

以上分析假设:所有的子公司对整个控股公司系统来说具有同等的重要性。如果某个子公司利润状况欠佳，它可以停止优先股股息甚至债券利息的支付，此时，其他子公司的收益可能会为母公司继续支付其利息和股息提供保障。在这种情况下—这是一种比较特殊的情况—利润状况欠佳的子公司的费用支出的级别不会高于母公司所发行证券的级别。这个观点将在第十七章末尾部分进行讨论。

在计算固定费用时，还应该用适当的方法将与债券利息或担保股息(guaranteeddividends)性质类似的租赁资产的年租金支付包括在内。大部分控股公司的财务报告都进行了这样的处理。

一家主要的经营中子公司的优先股股东，在对系统收益的固定和强制性支付的要求方面，完全具备了母公司债券持有者所拥有的权利。但是如果母公司因为资不抵债而破产，那么下属子公司的优先证券持有人就不再占据比(母公司)债券持有者更优越的地位了，因为他们已无法要求经营中子公司继续向他们支付优先股股息。

例:纽约供水服务公司所发行的优先股可以作为一个例子。该公司是联邦供水服务公司的一个经营中子公司，后者又是三用公司的一个子公司。上述证券和联邦供水服务公司的优先股是三用公司系统固定费用的组成部分。当三用公司在1931年8月无力偿付它所发行的的信用债券利息并进入财务清算时，虽然两个子公司收益可观，而且纽约供水服务公司的收益较上一年有所增长，但这两个公司优先股的股息支付却立即被停止了。

子公司普通股中的少数股东权益—在损益表中，用于分配(子公司)少数股东股息的收益，通常是在计算了母公司债券利息之后被扣除的，所以前一个项目的存在不会降低按照一般方法计算出来的安全边际。但是我们倾向于在计算利息保障比率之前减去少数股东权益项目。对于这个项目的精确处理方法需要确定扣减比例来进行扣减，这必然要涉及一些繁冗的计算过程。当少数股东权益比较小时—大部分情况下是这样，各种不同计算方法的结果大同小异;但当少数股东权益比较大时，通常的程序所得出的安全边际要高于精确计算的结果，而我们推荐使用的计算方法的却是在相反的方向上略有误差，因此这种方法会受到谨慎的投资者的青睐。

铁路和公共事业债券的“固定费用资本化”—在前一章中，我们曾经分析了正确估计铁路和公共事

业企业的股票价值一债务比率过程中所存在的困难。债务不仅表现为债券，还可一以表现为保息股票(guaranteedstocks)、租赁债务(rentalobligations)，而且还可以由经营中子公司非保息的优先股构成。在计算利息保障比率时，应该用固定费用这个综合的数字来代表对这些项目的考虑，而不是仅仅用债券利息作为代表。我们建议用以下公式作为快速估算所有这些债务的本金的适当办法:即以固定费用乘以某个适当的系数—比如，铁路企业为20，公共事业企业为180

这意味着我们假设铁路企业的“实际债务(effectivedebt)”总额是这样一个数字:它的5%为年固定费用。与此类似，我们假设公共事业企业的“实际债务”总额是这样一个数字:它的5.5%为年固定费用额。这个计算过程被称为“固定费用资本化”。由于在实践中公共事业部门和铁路部门的债务资本总量存在差异，所以我们将前者的资本化比率规定得比后者高一些。

分析方法的说明:铁路企业—对于铁路债券的分析，我们曾经建议，在计算利息保障比率时，选用净扣减项目或固定费用(根据前面的定义)中数值较大的一个项目进行检验。在计算铁路企业的“实际债务”本金时，我们同样选择这两个项目中数值较大的一个作为基数。分析的方法可见下例:

例:

纽约纽黑文和哈特福德铁路公司

A.净扣减(1932)……………………$18511000

B.固定费用(1932)……………………17403000

净扣减以5%的比率资本化………………
$370000000

(资产负债表公布的借人债务—$258000000)

优先股:490000股@50(1933年7月)…………
$24500000

普通股:1570000股@22(1933年7
月)…………34500000

股票总市值……………………………$59000000

股票一债券比率1比6.25

净扣减项目保障倍数,1932年………………0.93倍

净扣减项目保障倍数，7年平均………………1.57
倍

切萨皮克和俄亥俄铁路公司

A.净扣减(1932)…………………………$9870000

B.固定费用(1932)…………………………10760000

固定费用以5%的比率资本化。………………
$215000000

资产负债表公布的债券类负债
…………………222000000

普通股:765000(】股@38(1933年7月)…………291000000

股票一债券比率1比0.75($l股票对应76美分债券)

固定费用保障倍数,1932年……………………3.21倍

固定费用保璋倍数，7年平均……………………3.80倍

上述分析的总结—纽黑文公司的“实际债务”是根据净扣减

项目(该项目比固定费用大，因为前者包括了大量的设备租金等借项)计算出来的，该实际债务比资产负债表中显示的债务大得多。由于1933年7月优先股和普通股的市场总值不到真实负债的六分之一，很显然，这个时候该债券所受到的股东权益的保证是不足的。如果投资者认为该公司的前景看好，那么由于存在资本大量增值的可能，他有充分的理由购买该公司的普通股。但是对于票面利率6%、售价92$的债券来说，不存在这种可能性，所以合理分析的结果不支持对这种债券的购买。

切萨皮克和俄亥俄铁路公司的例子恰恰相反，该公司的股票一价值比率指标，和令人满意的利息保障比率指标完全一致。如果投资者对该铁路公司的前景有信心的话，那么作出购买这种债券(例如，售价为$92.5，票面利率为4.5%的替续债券)的决定是合情合理的，因为它充分满足了两个数量检验标

准。分析方法的说明:公共事业企业—公共事业控股公司固定费用资本化的方法如下例所示:

例

| | |
|---|---|
| 1932年 | 美国供水和电气 |
| 子公司债券利息($) | 87000000 |
| 子公司优先股股息 | 6646000 |
| 母公司债券利息 | 1295000 |
| 固定费用总额($) | 15641000* |
| 固定费用以5.5%的比率 | 284700000 |
| 资本化优先股的市值 | 200000股@75= |
| (1933年7月) | 15000000 |
| 普通股的市值(1933年7月) | 1750000股@25 =44000000 |
| 股票总市值 | 59000000 |
| 股票一债券比率 | 1：4.8 |
| 固定费用保障倍数，1932年 | 1.24倍 |
| 固定费用保障倍数5年平均 | 1.40倍 |

*省略了数额很小的少数股东权益。

解释—在这两个例子中，股票一债券比率和固定费用保障倍数是一致的。美国供水和电气公司的优先债务相对股票价值似乎太过沉重;而哥伦比亚煤

气和电气公司在这方面较为审慎。这些分析将引导投资者避开美国供水和电气公司的债券，相反，因为数量检验的结果令人满意，他们会对哥伦比亚煤气和电气公司债券感兴趣。(要作出购买后一种债券的决策，还要求投资者对哥伦比亚煤气和电气公司的前景和该公司的其他数量指标感到满意。)

在1933年7月，美国供水和电气公司发行了票面利率6%的债券，该债券1975年到期，售价$84;同时哥伦比亚煤气和电气公司发行了票面利率5%,1952年到期、售价$83的债券。如果在这两种债券当中进行选择的话，我们的债券投资原则必然倾向于牺牲1%的息票回报，来换取足够的安全边际，而不是选择一项缺乏安全边际的投资。

工业债券分析中的营运资金因素

根据已经解释过的原因，一家公司财务报表中的固定资产项目，在评定该公司债券质量时通常没有什么太大的作用。但是对几乎所有的工业企业来说，流动资产头寸(current一assetposition)都是公司财务实力的一个重要决定因素，因此潜在的债券购买者应该对这个指标倍加关注。确实，能够通过前文所介绍的严格检验的工业类债券，几乎都保有一个令人满意的营运资金额度，但是对该指标进行专门的核查也是有好处的，这样可以筛除一些特例。

流动资产(又被称为“速动”或“周转”资产)包括现

金、上市证券、应收帐款和库存商品。‘’这些项目或者直接等同于现金，或者在正常的经营过程中能够通过出售或收回而迅速变现。为了充分发挥经营效率，一家企业的流动资产与流动负债的差额必须足够大，后者是指要在短期内支付的债务，这个差额即被称为营运资金(workingcapital)，或净流动资产。

营运资金的3个要求—在考察速动资产状况时，一个工业企业债券的购买者必须检验以下3项标准是否得到满足，即:

1现金保有量充足。

2.速动资产对流动负债的比率较大。

3营运资金占长期负债的比率适宜。

对这3项标准设定统一的最低限要求是不现实的，主要原因是，不同类别企业营运资金适度的标准差异甚大。通常认为，速动资产至少应达到流动负债的两倍，对低于这个标准的情况无疑应该进行进一步的考察。我们在此建议采用一个附加的检验标准，即营运资金至少相当于债券类负债总额。我们承认这是一个比较武断的标准，而且被证明在某些情况下过于苛刻了一些。但是可以发现这样一个有趣的现象:第7章中所列出的在1932年的市场中保持着高投资等级的所有工业类债券的发行企业，营运资金额都高于总负债。‘‘

和分析工业类债券时强调流动资金头寸形成鲜明对比的是，在债券分析中，铁路企业的营运资金状况不太引人注意，而公共事业企业的这个指标更是无人问津。造成这种情况的原因来自于两个方面。无论铁路还是公共事业企业都不存在为生产融资(fi-nancingtheproduction)的问题，也不需要保有存货或者向客户提供大量的信用。此外，这些公司出于扩张业务的目的，习惯于定期添置新的资本货物，在这个过程中，它们必然设法保证现金帐户经常处于充实状态。这类公司兴旺的业务使得它们推行新的融资计划易如反掌，因此即使出现了流动负债超过速动资产的现象也不足为虑。不过近期以来，人们开始认识到铁路企业保持充足的现金存量以应付不时之需的重要性，因此公共事业类债券的购买者应该适当地偏好那些保持着较大营运资金头寸的企业所发行的债券。

- # 第14章优先股理论

典型的优先股不是一种有吸引力的投资契约形式，这一点很少会有人表示反对。一方面，优先股持有者获得的来自资本利得和股息收入的回报都是有限的;另一方面，持有者没有明文规定的、以法定强制力保证的对本金或收入支付的要求权。可以这样说，优先股结合了债权人地位(债券)的局限性和合伙人地位(普通股)的风险性。尽管从理论上讲存在着诸多劣势，但优先股已经发展成为人们理财方案中的一个重要部分，而且显然已成功地博得了美国投资者的欢迎。在1932年，大约有440种不同的优先股与大约soo种普通股一起，在纽约股票交易所上市。1929年上市优先股的总市值达到85亿美元，约为同期上市交易的公司债券总市值的一半。

市场地位的考察—在随后出现的市场崩溃中，这些股票的价格剧烈缩水，一些对比数字可见下表:

纽约股票交易所上市证券平均价格

| 债券种类 | 最高价，1929年 | 最低价，年 |
| --- | --- | --- |

| | | |
|---|---|---|
| 美国公司债券 | 95.33 | 52．68 |
| 优先股 | 84．99 | 25．38 |
| 普通股 | 89．94 | 10．59 |

以上数字说明了这样一个事实:在1929—1932年这样一个“实验室条件的检验”中，优先股从整体上被证明比债券更容易受到不利的外部环境的影响。在这样一个史无前例的环境中得出的结果，对正常的投资实践具有普适意义吗?对此我们无法肯定。但是这个结果使得优先股大受欢迎的现实与相关理论苍白无力之间的矛盾显得更加突出。看来，为了发掘优先股作为一种投资媒介的真正优势，对这种证券进行彻底分析看来势在必行。

优先股和债券的基本区别—优先股和债券的根本不同在于，优先股股息的支付完全是由公司董事们自主决定的，而债券利息的支付却是强制的。虽然在对普通股发放任何股息之前，必须发放优先股股息，但是由于董事们有权在任何时候推迟支付普通股股息，因此优先股股东获得收益分配的权利说到底是无保证的。不过，如果一家公司的收益总是大大超过优先股股息支付的需要，股息的支付通常可以兑现。在这种情况下，缺乏法律保证的股息要求权的问题看来似乎无关要旨。这就解释了为什么总是存在着一些虽然相对数量较少，但被认为和优

质债券的质量相当并且售价接近的高等级优先股。

另一个极端的情况是，公司没有能力对债券或优先股提供任何支付。这时，债券持有人收取利息的法定权利，不是迫使企业支付利息，而是对企业进人财务清算和取消企业抵押品的赎回权。正如前文所指出的，这些(对债券持有人的)补偿措施的实际价值是可疑的，而且在多数时候可以认为，违约债券的地位，并不比未付股息的优先股强多少—如果没有要求权在优先股之前的债券的话。

在上述两种极端的情况下，债券契约对比优先股契约所存在的优越性没有什么实际价值。这个事实促使很多投资者相信这样一个一般规律:对比优先股形式而言，债券形式不具有什么真正的优势。他们的推理过程是:“对一家好公司而言，它的优先股和它的债券一样好;对一家差公司来说，它的债券和它的优先股一样差。”

由于不支付股息的自主权所带来的劣势—上述观点无疑是有失偏颇的，因为它没有考虑到众多的既不能定义为“好”、也不能定义为“差”的中等企业的情况，这些企业受到好坏两方面的各种变化和不确定性的影响。如果我们假设，只要可能，董事们就会决定支付优先股股息(只有在即使发行的是债券，公司也无法支付利息的情况下，才会停止发放股息)，那么即使对这些中间企业而言，优先股股东

的地位也和债券持有人的地位相差无几。但实际情况并非如此，因为董事们经常仅仅因为觉得麻烦或不适当，而决不是因为不可能，就行使其停止优先股股息发放的自主权。一个被认为已经受到认同的财务政策是，牺牲优先股股东的当前收入，以换得他的所谓的未来福利;换言之，将可用于股息支付的现金保存在钱库中，作为应付未来紧急情况甚至是支持扩张计划的保证。

即使承认这种做法最终可能会为优先股股东带来好处，但是，事实上这些股东的现期应得收入，是被置于相似背景的债券利息所无需承担的风险之中了。如果这种风险的程度较大，那么有关优先股作为固定价值投资的资格就会自动丧失，因为这类投资的本质是:收入具有充分的可靠性。更具体地说来，任何确实面临着股息减少或滞付危险的优先股，市场价值都会大幅波动。下面一点值得我们深思:在存在股息支付可能性的情况下，“为了股东的未来利益”而暂不分配股息，总是导致价格的剧烈下挫。这个现象说明，投资市场不认可董事们关于滞付利息是出于优先股股东的最大利益考虑的说法。

利益的冲突—任何投资者都希望股息收入能够按期获得，即使因此而可能使企业面临的未来风险也在所不惜。这里显然有一个基本的矛盾，它几乎

可以称得上是一个逻辑矛盾，即:投资者所认为的他的个人利益(如:不计其他所有代价的股息收入的按期支付)和他所认可的合理的公司政策(如:出于对未来的考虑而滞付股息)之间的冲突。在这一点上，优先股和普通股股东之间可能发生利益冲突的问题无疑是非常重要的，因为滞付优先股股息的主要受益主体是普通股(股东)。法律要求董事不偏不倚地代表所有股东的利益，但由于在大部分情况下他们是由普通股股东选举产生的，因此他们往往主要代表这部分股东的利益行事。同时董事们也逐渐习惯于将企业当作独立于所有者—即股东—的实体，考虑企业本身的利益，他们经常推行目的和结果都很明确的、以牺牲企业财产所有者的利益为代价的增强企业实力的政策。这种矛盾的态度或许可以从公司董事和经理人员的密切关系中部分地得到解释。13

优先股的合同形式经常带来不利—例:无论提出何种理由和解释，优先股的以下劣势是无可辩驳的:在债券利息支付不会受到严重威胁的情况下，优先股股东却面临着暂停股息分配的危险。这意味着优先股股东持有的合同的形式常常使他们陷于被动的境地。我们可以用美国钢铁公司优先股这个具有说服力的例子来说明这个论点，该优先股可能是世界上规模最大的优先股，多年以来，它一直是那些获得高投资等级优先股的代表。1931年，尽管大萧条

仍在缓慢延续，该优先股却以收益率仅为4.67%的高价出售。由于在过去30年中收益的大量积累、生产设备的改进、庞大的营运资金以及几乎所有的债券类债务得到清偿，这个公司的优先股被认为占据着一个无可比拟的优越地位。然而此后不久，仅仅由于一年的营业亏损危及优先股的股息分配，就致使该股票接近三分之二的市场价格化为乌有，并且彻底瓦解了它曾经保持的优等投资的地位。第二年，该优先股的股息下降到每年$20

合同中的弱点—这些灾难的出现当然是由于该公司在1932一1933年中所出现的前所未有的亏损造成的。但是如果优先股合同形式不存在某些固有的弱点，这些股票的持有者将没有理由担心股息被滞付的问题。换句话说，如果他拥有的是明文规定的对利息的要求权，而不是或有或无的对股息的要求权，那么他就可以充分相信公司雄厚的资源对其债务的保障能力。为了支持这种分析，我们将内陆钢铁公司所发行的票面利率为4.5%的债券(前面曾经讨论过)，与美国钢铁公司的优先股的市场价格走向作一简单的对比。

| 时期 | 美国钢铁公司优先股<br>内陆钢铁公司4．5债<br>价格 | 收益率 |
|---|---|---|
| 最高价，l931年 | 150 | 4．67 |

| | | |
|---|---|---|
| 最低价，1932年 | 51.5 | 13.59 |
| 最高价，1931年1月 | 67 | 10.45 |

这两种证券同时遭受到了同样不利的商业环境的冲击，但是美国钢铁公司优先股合同中的弱点，使其失去了作为投资性证券的地位，而内陆钢铁公司债券在保住这种地位的过程中却没有遭遇到什么严重的挑战(除了债券市场极度低靡的一段短暂时期)。

收益和风险—如果我们再次承认1932一1933年的经历构成了一个非常严酷的“实验室检验”，那么，优先股在这一检验中的表现如此之差，是否应该取消这个证券群体作为固定价值投资的资格呢?在考虑这个问题的时候，我们应该看到，即便在1932年那些最艰难的日子里，仍有一小部分优先股保持着较高的投资等级。优先股的支持者们还会进一步争辩道:这些证券在正常的商业环境中获得的较高收益，可以弥补对此债券而言在安全性方面的缺憾。这个论点在景气的商业环境中对投资者来说颇具诱惑力，因为在这些时候，投资收入的增长往往十分真切，而投资.资本的风险却遥无踪迹。但是在经济萧条的时候，情况必然发生逆转，这时人们只会对投资资本的当前损失优心忡忡，而前些年高投资收入的美好回忆已经烟消云散。

为了把这个问题进一步展开来讨论，可以回忆一下前文中对不同安全边际的债券进行比较的分析，我们的结论是这样一个原则:风险和收入回报之间本质上是不可相互抵消比的。如果这个原则对债券适用，它必然也可同样用于分析优先股的问题。这意味着，如果已经意识到存在着实质性的危及投资本金的风险，但是这种风险有望以诱人的股息回报加以补偿，那么此时以投资性价格(例如接近平价的价格)购买优先股是不明智的作法。根据这项原则，只有那些在购买者看来不存在任何可预测的股息滞付危险的优先股，才是投资性购买的合适对象。

作为高品质优先股票的资格—这种优先股的具体标准有哪些呢?最重要的一点是，它必须达到对一种安全债券所规定的全部最低标准。其次，它的指标必须比这些最低标准多出一个额外的安全边际，这是为了抵消股息支付自主性的特征所带来的风险，例如，安全边际必须如此之大，以至于董事们将发放股息作为一件理所当然的事情来做。第三，对投资企业所属行业的内在稳定性的要求要高于债券投资，因为对一家经营业绩在高利润和偶尔亏损之间摇摆的公司来说，尽管其平均收益可能大大高于我们对年度收益的要求，但在后一种情况(亏损)下存在着优先股股息滞付的可能。

以上推理预示了一些与1932年优先股实际表现相一致的结论。这些结论是，不应该将优先股完全排斥在投资性证券的大类之外，但是对其规定的如此严格的具体要求，势必使得能够完全达标的优先股数量相对较少。下表列出了所有在纽约股票交易所上市的，在整个1932年全年收益率低于7%的优先股名录'4，同时我们还提供了有关每种证券安全性的数据资料。

在1932—1933年保持投资性价格水平的上市优先股

| 公司名称 | 1932—1933年的最低价股息 | $ | 据价的率 |
|---|---|---|---|
| 通用电气公司(平价$10)（累积） | 10.625 | 0.60 | |
| 伊斯特曼·柯达（累积） | 104.75 | 6.00 | |
| 杜凯森照明公司（累积） | 85 | 5.00 | |
| 公共电气和煤气服务（累积） | 83 | 5.00 | |
| 美国烟草(非累积) | 115 | 7.00 | |
| 普罗克特和甘布尔(第 | | | |

| | | |
|---|---|---|
| 二优先腔)（累积） | 81 | 5.00 |
| 诺福克和西部铁路(非累积) | 65 | 4.00 |
| G·W·赫尔姆（非累积） | 113.375 | 7.00 |
| 美利坚烟草（累积） | 95.25 | 6.00 |
| 英格索尔一兰德（累积） | 94 | 6.00 |
| 标准商标（累积） | 110 | 7.00 |
| 堪萨斯城市电力和照明（累积） | 90.5 | 6.00 |
| 奥蒂斯电梯（累积） | 90 | 6.00 |
| 美国鼻烟(非累积) | 90 | 6.00 |
| 国民饼干（累积） | 101 | 7.00 |
| 纽约统一煤气（累积） | 72.5 | 5.00 |
| 利格特和迈尔斯（累积） | 100 | 7.00 |
| 布朗鞋业（累积）(偿债基金) | 100 | 7.00 |
| 太平洋电话和电报（累积） | 85.5 | 6.00 |
| 谷物制品加工（累积） | 99.5 | 7.00 |
| 岛港煤炭(平价$1)（累 | | |

积） 85 6.00

A未计算。所有普通股由费城公司拥有，没有交易市场。 .

B未计算。所有普通股由新泽西公共服务公司拥有，没有交易市场。

C财务年度截止到6月30日。如果包括蕊止到1932年6月30日的财务年度，平均值将变为l4.75，最小值为6.34。

D此处将$2，500，000向烟草制品公司(新泽西)支付的年租金计入营业费用。如果将该项目计入固定费用，平均值将变为6.33，最小值为

4.52。

E烟草制品公司(新泽西)发行的票面利率6.5%的债券，由该公司向美利坚烟草公司出租商标的租金担保。此处未将该租金计入长期负债。

如果将该项目计入美国烟草公司的长期负债，则股票一价值比率将变为2.31：1。

F由于公司创办时间的关系，此处为2年的平均敬。

G未计算。所有普通股由大陆燃气和电气公司拥有。

高品质的优先股仅为特例—这份优先股名单中

的数量仅占1932年在纽约股票交易所上市的优先股总数的5%。这样一个微不足道的比例证明了我们的论点，即出现高品质的优先股虽然不是不可能的，但这是一种罕见的现象。称之为罕见不仅是从数量的意义上说，也是从一个更加理论化的层面进行考察的结果。就上列表中的任何一支优先股来说，即使将它们转换成债券的形式，也不会对公司资本结构的合理性产生任何影响。这意味着，从公司的角度看，它没有从高品质优先股中获得比债券更重要的利益，相反，由于所得税费用的原因以及优先资本成本较高的问题使公司处于严重的不利地位。16从另一个角度说来，一支优先股具有高品质的先决条件是，它给公司带来的负担必须很轻，以致使公司感到就象负担着债券形式的负债一样轻松。

至此，我们得到了这样一个最终结论:高品质的优先股不仅是一种罕见的现象，而且它们的出现可以被称为一种异常或错误，因为它们是一些真正能够与优质债券相媲美的优先股票。因此从投资的角度来看，优先股的形式缺乏基本的合理性:它不能成为发行者和持有者之间互惠互利的媒介。当发行公司从滞付股息的自主决策权中得到实质利益的时候，股票持有者所拥有的就不再是固定价值投资了;相反，如果该证券被证明是高品质的，那么证券发行者就失去了上述利益。

高品质优先股通常是成熟的优先股—为了证明以上结论，我们提请大家注意这样一个现象，即，高品质的工业类优先股之所以赢得这样的地位，几乎都是因为在这些优先股诞生之后，公司经历了多年的蓬勃发展。只有极少的优先股在刚刚面市之初，就能够满足完全的投资等级证券的所要达到的严格要求。当一家公司出现了我们所要求的优异业绩时，它几乎总是倾向于采取规模相对较小的债券形式的融资方式，并规定一个较低的利率水平，以节省大量的所得税。当然公共事业公司情况有所不同，可能与这些公司债券的“合法投资”地位有关，它们愿意以股票的形式进行部分的优先证券融资。(因此，在上表中列出的5支高品质公共事业类优先股中，有4支是近年来刚刚出现的。)但是该表中的工业类优先股的状况与此大相径庭，表列巧支该类优先股中，只有一支是在最近的20年中向公众发售的，即便是这个特例(普罗克特和甘布尔公司)也是通过取代另一支股息率较低的老牌优先股，才得以出现在这个表中的。通用电气公司优先股上榜的原因是该公司的一个股票一股息计划，但其他13支优先股尽是些成熟的证券，它们达到高品质投资的地位都归因于公司在这些证券上市后多年中的兴旺发展。

根据以上的推理，我们可以给出一个实践规则:

购买一支以投资性的价格发行的新上市工业公司优先股，几乎不可避免地是一个错误的选择，因为这种股票具有充分安全性的现象是绝无仅有的。17

优先股受到欢迎的起因—在这个讨论的一开始，我们提到了优先股在美国企业的融资活动中扮演着重要的角色。但是如果我们随后分析的结论是正确的，即，这种形式的纯粹投资(straightinvestment)18从根本上讲是危险重重的，那么人们可能不禁要问，为什么优先股的明显劣势没有早早地反映在投资者的决策行为当中呢?答案是，优先股逐渐大行其道是过去15年发展的结果，在这一时期中，十分偶然的因素致使典型的优先股持有者比典型的债券持有者获得了更多的投资回报。在这个时期刚刚开始的时候，也就是世界大战爆发前夕，大部分优先股是工业类的，而且多数被认为属于投机性质，以大幅度的折价出售。战争期间以及直到1922年的战后初期，大型企业的蓬勃发展，导致很多杰出企业优先股的地位和市场价格甚嚣尘上。同一时期，构成上市债券主体的铁路和公共运输类债券，却从整体上经历着严峻的市场环境的挑战。当投资者们观察到典型的优先股比典型的债券表现更好时，他们得出了一个很自然但却是错误的推论:优先股从总体上和债券同样安全。

对优先股进行深入研究所揭示的槽糕记录—经

过仔细研究会发现，优先股之所以大受欢迎，主要是由于一些相对数量较少的老牌著名工业类优先股的突出表现造成的。在所考察的优先股繁荣时代的后半期，越来越多新的工业类优先股在公众的热烈情绪鼓舞下进人了发行市场，但是售价却呈跌势。一项在哈佛大学工商管理学院领导下的研究，对从1915年1月1日到1920年1月1日新上市的规模在$100000到$2500000〕的所有优先股(共607支)进行了调查，结果表明，其中在1923年1月1日市场报价资料完备的537支股票，平均价格较发行价下跌了28.8%(从$99到$70.5)，因此这些股票的购买者在资本利得方面的损失超过了他们所获得的总股息收入。这项具有指导性的研究的结论显然对于把优先股作为一种纯粹投资形式十分不利。”

近期研究—较为近期的研究是由密执安大学商业研究所(BureauofBusinessResearch)出版的调查报告，该报告的作者得出了一个十分不同的观点。20他对存在在先债券(preceded场bondis-sues)的优先股(包括铁路类和工业类)的“检验”结果清楚地说明，这些优先股票作为投资媒介是不合适的。但是对于不存在在先债券的工业类优先股，作者的检验使他得到了一个相反的结论。对后一类优先股，他断言:“它们看来已经通过了最严格的投资检验”，同时，对这些证券进行分散投资似乎“既可以增加投

资本金的安全边际，还能够获得比工业或铁路债券更大的收入回报。”

购买不存在在先债券的优先股，要比购买存在在先债券的优先股更合适，这个推论是正确的，因为后一类证券的股息更容易受到不利因素的影响。但是我们认为，这项研究的研究方法简直可称得上疏漏百出，这使得作者其他有关结论的实际价值也无从谈起。21不过，这项研究的一个特点值得探讨，具体数据令人吃惊地表明，几乎每支所考察的优先股的稳定性，都直接决定于普通股价值的增长。即只有当普通股被证明是一项有利可图的投机时，优先股股东才会拥有一项高质量的投资。一旦某支普通股的市场价值跌回初始价格以下，优先股价格也会紧随其后。

这种条件下的投资显然是不明智的，其结果是:“要么普通股股东赚钱，要么优先股股东赔钱。”有关投资的一个基本原则是，有限回报证券的安全性，决不能主要依靠(企业)未来利润的扩张来加以保障。如果投资者相信这种扩张将会出现，他显然应该购买普通股来分享这些增加的利润;如果—这正是通常出现的情况—他不能十分肯定企业的未来繁荣，那么他就不该在没有资本增值这种补偿机会的情况下，(通过购买优先股)把资本置于可能招致损失的危险之中。

- **第15章选择优先股进行投资的技巧**

对优先股理论的讨论引导我们得出了这样一个有用的结论:作为一支具有投资价值的优先股，它必须能够满足所有的对优质债券的要求，并提供一定的额外安全边际，以补偿它在合同形式方面的弱点。因此，在分析优先股这类证券的时候，我们所推荐并讨论过的应用于债券分析的检验工具，可以同样适用。我们推荐的更严格的要求—只需提高对各类债券所提出的最低利息保障比率标准，就足以构造出一个更严格的数量检验程序。我们推荐的相应指标如下表所示:

最低平均利息保障比率

| 企业类别 | 对投资类债券的要求 | 对投资类优 |
| --- | --- | --- |
| 公共事业 | 固定费用的1.75倍 | 固定费用和 |

| | | |
|---|---|---|
| 铁路 | 固定费用的2倍 | 固定费用和 |
| 工业 | 固定费月的3倍 | 固定费用和 |

在我们看来，由于企业规模最低标准或股票一价值比率相对于利息保障比率而言重要性要低得多，因此无需进一步对这些检验项目提出最低限的要求，因为上表所推荐的安全边际的低限标准，已然比前文所提出的上述检验项目的标准更为严格。有.人可能会指责我们所提出的检验标准过于苛刻，并具有全面否定的效果。确实，这些检验标准会将在1931年以前所发行的大部分优先股归人另册，但是这些苛刻的标准会给投资公众带来好处。在未来可能出现的商业和金融的稳定环境下，对利息保障比率的检验要求可以放宽一些，但在这种稳定的环境得以保持相当一段时间以前，投资者对优先股应采取从严要求的态度。

在前一章中列出的高品质优先股的资料中，我们可以注意到，工业类优先股的最低股票一价值比率超过了1.6:1，同时平均收益覆盖率超过了5.6倍。

不能仅仅因为长期债务的存在而否定优先股作为投资性证券的资格—具有投资等级的优先股是否只包括那些没有在先债券存在的优先股呢?这是一个值得思考的问题。对优先股来说，没有优先级别比它更高的长期债务存在是一个有利的特征，这和

对某项财产拥有第一抵押权要比拥有第二抵押权更具优势是类似的。这样就不难理解下面的事实了:不存在在先债券的优先股，从整体上要比存在长期债务的公司所发行的优先股表现更为突出。但是这个明显的事实并不支持这样的结论，即，所有存在在先债券的优先股都是低质量的投资，这和断言所有第二抵押权债券都劣于所有第一抵押权债券的错误是一样的。在这种原则的指导下，所有的公共事业类优先股都将被打人冷宫(因为这些优先股无一例外地存在在先债券)，尽管这些优先股的整体品质被认为要优于“无债券”的工业类优先股。此外，在极端条件实验状态的1932年，相当比例脱颖而出的优先股都存在着优先级别较高的长期债务。刀

由于存在数量极少的在先债券，就否定象通用电气公司优先股这样的高安全边际证券的投资价值，这是荒唐至极的。这个例子有力地说明了，将快速而缺乏灵活性的定性式分析应用于投资选择过程，具有内在的局限性。我们的观点是，存在优先级别高于所考察优先股的债券，是一个投资者应该仔细考虑的因素，这个情况要求他比在其他情况下更加小心翼翼地行动;但是如果有关公司的状况足以令人满意的话，该优先股仍符合作为投资等级证券的要求。

建议采用以完全扣除为基础的计算方法(total一

deductions6a-sisofCalculation)—在计算存在在先债券的优先股的利息保障比率时，将债券利息和优先股股息加总起来考虑是非常重要的。分离出优先股来公布收益覆盖率(以每股若干美元的形式)这种流毒甚广的方法，与计算低级债券的安全边际时采用的预先扣除法完全类似，而且同样是非常错误的。如果优先股比长期债务量少得多，那么从每股收益数字中将得出这样的结论，即收益对优先股股息的比率高于它对债券利息的比率。这种报告的内容要么是毫无意义的，要么说明同一公司的优先股股息比债券利息更加安全，这显然是极端荒谬的结论。23

计算优先股股息的收益砚盖率的正确和不正确方法示例

A.科罗拉多燃料和炼铁公司:(1929年数据)

对应于债券利息的收益…………………………$3978000

利息费用……………………………………1628000

优先股股息……………………………………160000

对应于普通股的收益余额……………………2190000

习惯但不正确的报告:

利息费用保障倍数…………………………2.4倍

优先股股息保障倍数……………………………14.7

倍

优先股每股收益……………………………117.50

注、以上对优先股单独计算的损益表形式，要么毫无价值，要么具有危险的误导性。

正确的报告:

利息费用保障倍数………………………………2.4倍

利息和优先股股息保障倍数…………………………2.2倍

B.华纳兄弟电影公司:截止到1930年8月30日的财务年度

对应于利息的收益…………………………… $12553000

利息费用……………………………………5478000

优先股股息…………………………………403000

对应于普通股的收益余额 ……………………6672000

习惯但不正确的报告:

利息费用保障倍数………………………………2.3倍

优先股股息保障倍数……………………………17.5倍

优先股每股收益…………………………$68.61

正确的报告:

利息费用保障倍数……………………………2.3倍

利息和优先股股息保障倍数………………………2.1倍

C.西宾夕法尼亚电气公司:⋯⋯⋯⋯1931年数据

总收益⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯$35739000

扣除费用前净收益⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯14405000

固定费用(包括子公司优先股股息)⋯⋯⋯⋯⋯⋯8288000

股息率为7%和6%的两种优先股的总股息⋯⋯⋯2268000

A类股票股息(优先级别低于6%和7%优先股)⋯⋯415000

对应于普通股的收益余额⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯3434000

习惯但不正确的报告:

利息或股息保障倍数每股收益

固定费用⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯1.74倍

6%和7%优先股(加总)2.70倍⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯$17.93

A类股票9.28倍⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯64.96

正确的报告:

固定费用保障倍数⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯1.74倍

固定费用和优先股股息保障倍数⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯⋯1.36倍

固定费用、优先股股息和A类股票股息保障倍数⋯⋯1.31倍

西宾夕法尼亚电气公司的A类股票实际上是一种第二优先股。在这个例子中，通用的报告方法使得优先股股息看起来比债券利息更安全;而由于A类股票数量较少，结果使得这种第二优先股看起来比债券和第一优先股都安全得多。正确的报告方法显示，A类股票股息保障倍数是1.31而不是9.28，真是天差地别的两个数字。报告收益覆盖率的错误方法，可能对A类股票在1931年以高价出售($105.25)起了很大作用。尽管1932年这些股票价格跌到了$25，但却仍然高于该公司7%优先股的售价，真是令人匪夷所思。显然很多投资者仍为每股收益的数字所迷惑，并认为第二优先股要比第一优先股更安全。

对一个明显矛盾的解释—我们提出的优先股股息保障倍数的计算原则，引出了一对明显的矛盾，即:对优先股所要求的最低收益覆盖率，要高于对同一公司债券所要求的最低收益覆盖率，但是从计算方法中可以看出，优先股股息的收益覆盖率必然低于债券利息的收益覆盖率，因为任何公司债券利息所具有的由收益所保证的安全边际，必然高于债券利息和优先股股息加在一起所具有的安全边际。这个数量关系在投资者们(及他们的顾问)的心中留下了这样一个印象，即对高品质优先股的检验标准，必须比对高品质债券的检验标准宽松一些。z4但这是完全错误的观点。正确的说法应该是:当一家公司

同时发行有债券和优先股时，只有当债券的安全性大大高于所需水平时，优先股才能获得充足的安全性。而如果债券的安全性刚刚达标，那么优先股就不可能是高品质的。

我们用两个例子说明这个问题，如下表所示:

| 年份 | 利格特和迈尔斯烟草公司<br>利息保障倍数 | 利格特和迈尔斯烟草公司<br>利息和优先股股息保障倍数 | 州和南部<br>固定费用保障倍数 |
|---|---|---|---|
| 1930 | 15.2 | 7.87 | 1.84 |
| 1929 | 13.9 | 7.23 | 1.84 |
| 1928 | 12.3 | 6.42 | 1.71 |
| 1927 | 11.9 | 6.20 | 1.62 |
| 1926 | 11.2 | 5.85 | 1.52 |
| 1925 | 9.8 | 5.14 | 1.42 |

利格特和迈尔斯烟草公司的优先股股息保障比率(当然在计算中包括了债券利息)显著高于我们所推荐的4倍这个最小值，同时债券的利息保障比率更是远远高于较小的推荐临界值，即3倍。而在另一个例子中，州和南部公司1930年的固定费用保障比率仅仅相当于推荐的1.75倍这个最小值，这意味着，虽然这家公司的各种债券可能具备了投资的资格，但是该公司股息率为6%的优先股不可能具备这

种资格，因此在1930年以高于平价的价格购买该优先股是一个明显的错误。

“每股收益”这种表达方式的误导性—当一支优先股不存在在先债券的时候，收益可以用多少美元每股，或股息要求的多少倍这两种方法来表示。由于两个原因，第二种表示方法更应受到推崇。其中较重要的一个原因是，在没有在先债券的情况下使用“每股收益”的表示方法，将促使这种方法应用于存在在先债券的优先股。债券分析家和聪明的投资者应尽力避免并批评这种优先股股息保障比率的表示方法的使用，当然解决这个问题的最好办法是彻底废除每股收益这种形式的计算。第二个原因是，应该注意到，每股收益数字的意义依赖于优先股的股息率。对于现金股息率$5,售价$8D的优先股来说，每股收益$2U的意义，要比每股收益相同、股息率$8,售价$125的优先股大得多。在前一种情况下，收益对股息的覆盖率达到4倍，而后一种情况仅有2.5倍。在股票平价低于$100的情况下，或者当存在着低股息率的无平价股票时，每股收益数字将失去全部的比较价值。1931年，S"H·克雷斯公司每股收益$18.60、股息率6%(平价$10)的优先股，无疑要比每股收益$20、股息率}%、平价$100的另一支优先股更具有投资价值。

计算股票价值比率—将这种检验应用于优先股

票的所有原则都和将利息保障比率检验应用于优先股票的原则一样。债券—如果存在的话—应该和优先股加总起来和普通股的市场价值进行对比。当计算一种债券受到的保护程度时，优先股被当作股东权益的一部分;但是当计算优先股受到的保护程度时，唯一的较低级证券只能是普通股。在既存在第一优先股，又存在第二优先股时，第二优先股将和普通股相加，作为计算保护第一优先股的股东权益的依据。

普罗克特和甘布尔公司优先股股票价值比率的计算示例

| 资本项目 | 票面金额 | 1932 |
| --- | --- | --- |
| 计算的市场价值债券 | $10500000 | |
| 8%优先股(第一优先股) | 2250000 | @14 |
| 5%优先股(第二优先股) | 17156000 | @81 |
| 普通股(股数) | 6410000 | @20 |

A．债券价格比率 =
(315000+13900000+128200000)÷10500000 = 13.8:1

B．第一优先股价格比率 =
03900000+128200000)÷00500000+3150000) = 10.4:1

C．第二优先股价格比率 =
128200000÷00500000+3150000+13900000) = 4.6:1

和普通股市场价值作对比的应该是优先股的平

价价值还是市场价值呢?在大部分情况下，无论选用哪个数字都差别不大。不过，现在市场上出现了越来越多的无平价优先股(同时还出现了一些真实平价和公布平价差别巨大的优先股，如岛港煤炭公司优先股和美国铅锌熔炼公司优先股等)。25c在这些情况下我们可以从股息率中折合出可被当作平价进行计算的相应数值。由于这些特别的股票以及那些市场价格和平价背离甚远(如1932年诺福克和西

部铁路公司股息率为4%的优先股，和普罗克特和甘布尔公司股息率8%优先股的情况)的现象的存在，看来在计算股票价值比率时选用市场价值更适宜一些。但是在债券价值方面，我们推荐选用帐面价值、而不是市场价值作为计算的基础，因为这样做更为方便，而且不会出现刚才在对优先股的讨论中所提到的诸多问题C

非累积性优先股—非累积性优先股与累积性优先股相比所具有的理论上的弱点，与优先股整体与债券相比所具有的劣势非常类似。非累积性优先股现期被滞付的股息无法在未来得到补偿，这一缺陷完全可以和优先股缺乏股息支付的强制力这个弱点相提并论。非累积性条款不公平之处如此明显，以至于新证券的购买者(他们会提出各种各样的要求)强烈抵制这种股票，这使得多年以来新上市的普通优先股几乎全部都具有累积性特征。26非累积性优

先股通常是企业重组计划的产物，在这种计划的实施过程中，原来的企业证券的持有者，几乎无可选择地被迫接受向他们提供的任何类型的证券。但是近年以来，从重组计划中产生的优先股的股息逐渐倾向于采用累积的形式，不过有些优先股的累积性条款要在若干年之后才开始生效。例如奥斯汀·尼科尔斯公司股息率$5的优先股是在1930年实施的重组计划期间发行的，该股票到了1934年才成为累积性优先股。又如1922年上市的密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司优先股，它的累积性条款到1928年才付诸执行。

对非累积性条款的主要批评意见—反对非累积性条款的主要理由之一是，即使在收益足以保证股息派发的好年景下，这种条款仍然允许董事们作出滞付股息的决策，致使这部分节省下来的钱成为普通股股东的额外利益。经验证明，除了在董事们决定分配普通股股息而使得优先股股息的派发成为必须的情况以外，按时派发优先股股息现象是不多见的;而如果普通股股息被暂停分配，优先股股息几乎毫不例外地随即停止。27

例:圣路易斯一旧金山铁路公司提供了一个典型的案例。在1926到1924年间，尽管公司赚够了可用于支付股息的利润，但(老)优先股却没有收到任何股息。直到公司开始对普通股支付股息之前不久，

优先股股息才开始支付;但在1931年普通股股息中止之后，仅仅维持了不到一年的对(新)优先股股息的支付也随之停止。

这种明显不公正的做法促使新泽西州法院作出裁决(美国铸铁管道公司案)2s:如果收益足以支付非累积性优先股股息但实际未付，则在普通股股东获得任何股息之前，优先股股东拥有获得以仁未付股息的权利。这意味着在新泽西州，在收益足以支付股息的条件下，非累积性优先股股东获得了与累积性优先股股东同等的股息的要求权。但是美国高等法院对类似纠纷却宣布了相反的裁决(瓦巴什铁路公司案)29。该裁决认定，尽管非累积性条款在实际中可能给股票持有者利益带来了很大的损害，但持有人购买这类股票的行为说明他已经认可了这种损害。这无疑是一个合理的法律裁定，但是考虑到非累积性条款所固有的缺陷如此严重(主要因为它为给董事们提供了制定不公平政策的机会)，似乎有必要建议各州的立法机关借鉴新泽西法院的裁决，以法律的形式禁止普通的非累积性优先股的发行，即要求这些股票至少在收益足以支付股息的条件下，具备累积性股票的特征。在实践中，通过在股票合同里加人适当的条款，已经使得很多优先股具有了上述特征。30

所列21支投资等级优先股的特点—在1932年44。

支在纽约股票交易所上市的优先股中，只有40支(或8%)是非累积性的，其中29支为铁路和有轨电车公司的优先股，只有11支是工业类股票。不过，读者们可能会吃惊地发现，在1932年保持以投资性价格出售的21只优先股中，不少于4支属于非累积性优先股。从这个名单(见前一章相应表格资料)中还可以发现另外一些特点，我们将它们总结如下:

1.21家“优秀”公司的优先股中，无论是非累积性证券还是存在在先债券股票所占的比例，都要高于股票交易所对应的总比例。

2.工业类优先股中，烟草工业股票所占比例最大，共有3支。

3其他特点:

a.只有一支股票具有偿债基金条款。

b.一支股票是第二优先股(普罗克特和甘布尔)。

c.一支股票的平价仅为$1(岛港煤炭)。

d一支股票可以以接近1932-1933年最低价的价格赎回(通用电气)。

形式、名称和法定权利相对而言无关紧要—我们认为，从这些数字当中不能总结出任何武断的分析方法，诸如:0)非累积性优先股的品质高于累积性优先股;或(2)存在在先债券的优先股比不存在在先债券的优先股更好;或(3)烟草业为投资提供了最安全的机会。这些始料未及的结果的真正意义在于，它们

令人信服地辅证了我们的一个基本论点，那就是:形式、名称和法定权利相对而言都是无关紧要的。如果某种优先股总能毫不含糊地支付股息，那么有关它是否是累积性的问题，就只会剩下学理层面探讨的价值了，同样，优先股相对债券而言在合同权利方面的弱点也不再具有任何实际意义。由于在萧条的1931年，美利坚烟草公司优先股股息保障倍数仍达到16倍—而且，该公司曾经打算以每股$125元的高价购回一大部分的优先股—因此股东对缺少累积性条款的问题处之泰然。这个公司的情况当然应该视为一个特例，作为一种实际投资的策略，我们建议，无论某支非累积性优先股的表现多么令人心动，选择另一支累积性优先股作为购买对象总是上策，因为后者可以在未预期到的不利情况下得到更好的保护。31

高级债务的数量大小比存在与否更重要—在我们的(优质优先股)名录中，存在在先债券优先股的比例高于平均水平，这种现象同样令人感兴趣。它表明，优先债务的数量大小的问题要比存在与否的问题更为重要。考察该名录中各公司的情况，其中3家所发行的债券额几乎达到了有名无实的地步，这是这些公司悠久的发展历史的结果，它们所担负的只是一些旧时用于融资的债券的残余。32

凑巧的是，我们的名录中所有3支非累积性工业

类优先股都是由烟草业的公司所发行的。这个现象很有趣，不是因为它证明了烟草工业类证券的投资价值，而是因为它警醒人们注意，投资者根据自己对某类行业的好恶来判断该行业证券的优劣，是一种危险的做法。过去长时期的突出记录，加上固有的稳定性的确凿根据，加上不存在任何引起未来重大不利转变的理由，这些可能是固定价值投资选择过程中理性的分析基础。上表中的“其他特点”一项(第3项)也提供了一个有用的启示，即具体形式和小缺陷与投资(证券)的质量没有太大关系。

- **第16章收入债券和担保证券**

I.收入债券(IncomeBonds

收入债券(又称调整债券adjustmentbond)的合同特征介于普通债券和优先股之间。在实际中，所有的收入债券都有明确的到期日，因此持有人拥有在既定日期无条件收回本金的权利。从这个角度看，收入债券持有人的地位和普通债券的持有人完全一样。不过应该指出，绝大多数收入债券的期限总是非常长，以至于在所考察的典型案例中，付还本金的的权利没有什么真正的重要性。实际上，收入债券持有人真正由于到期的原因而收回本金的情况，我们只发现了一例。33

利息支付有时完全是随心所欲的—从利息支付的角度来考察，有些收入债券所处的地位和优先股毫无二致，因为在利息支付数额方面，董事们被赋予了完全的决定权。通常情况下合同条款规定，在收益足以支付利息的情况下，债券持有人有权获得利息。但是很多双联合同指出，在获得“可用于”(收入债券)利息支付的余额数字之前，允许董事们以资

本支出(capitalexpenditure)或其他开支的名义，从收益项目中扣除任意比例的金额)以清湾和西部铁路公司发行的“B系列”收益信用债券为例，在1922到!931年间(包括首尾两年)，尽管公司年收益接近投资的22，该债券在几年里总计只获得了6%的利息。近期以来的双联合同(如芝加哥一米尔沃基一圣保罗和太平洋铁路公司利息率5%的调整债券)倾向于对以这种方式从收入债券持有人扣留的收益比例规定一个明确的限制，但是董事们在利息支付决策方面仍保留着相当大的自由度。可以这么说，不同的收入债券形式可以介于普通优先股形式和普通债券形式之间的任何不同位置。

收入债券从整体上说投资等级较低—由于收入债券在合同权利方面多多少少要比优先股的等级更高，因此人们可能会认为，具有投资等级的收入债券的比例应该比优先股高一些。但是这不是事实，据我们了解，只有一种收入债券能够在任何时期中始终保持着投资等级，这就是艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司发行的利息、率4%,1995年到期的调整债券。这种理论和现实相背离的现象，原因当然是由于收入债券几乎都是在重组计划实施的过程中发行的，因此与它们相联系的是信用状况不甚良好的公司。利息支付取决于收益状况这句话的真正含义在于，存在收益不足的可能性。虽然优先股股息的分

配也取决于收益状况，但这句话却没有包含类似的言外之意。因此，收入债券作为一个整体，其作为一种投资的价值主要是由它们所孕育而生的环境所决定的，而不是由附着于它们的法定权利所决定的。我们可以用一个类比来说明这个问题:在英国，一个通行的做法是，尽量避免发行抵押债券，而只有在信用状况可疑这种迫不得已情况下，才使用这类保护性措施，因此我们可能会发现，通常抵押债券投资的质量明显低于信用债券。

收入债券的数量可能将会增加—从未来的情况来看，今后达到投资等级的收入债券的比例可能会高于优先股中这类证券的比例。1930-1933年大萧条所引致的大量重组计划，使大批的收入债券应运而生。一些目前接受重组的公司日后或许会蒸蒸日上，并使得它们所发行的收入债券跻身投资类证券的行列，就象艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司在1895年重组之后所发生的转折一样。另外还有一个我们尚未论及的情况:和优先股相比，收入债券可以为公司节省大笔的所得税，并且没有什么与此优势相对应的重要副作用。出于节省税收的目的，一些实力强大的公司也可能将优先股转换成收入债券，或以收入债券的形式实施新的融资计划，就象它们现在故意压低股票平价以降低转移税的做法一样。这种未来的发展趋势，有可能使得一批数量可观的

收入债券进人固定价值投资证券之列。34

收入债券安全边际的计算—-收入债券品质的分析技巧与优先股完全一样。虽然将债券(和其他优先费用)分离出来计算其所对应的收益的方法被统计机构所采纳，但我们一定要尽量避免使用这种方法。

我们建议，在选择收入债券作为固定价值投资时，收益覆盖率的计算采用前一章中所推荐的对优先股所使用的方法。

例:以下对密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司1930年损益帐户的分析，说明了一家发行了调整债券的公司在计算收益覆盖率过程中，处理所有优先证券的正确方法。它还说明了处理铁路系统公司固定费用的两种方法(第十二章讨论的内容)如何应用于分析收入债券和优先股。

密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司，1930年(单位:1000美元)

营业总收入…………………………………………$845949

铁路经营收益(税后净收益)………………………………13353

总收益(租金后净收益十其他收入)……………………12009

固定费用(固定利息和其他扣减)…………………………4230

可用于支付调整债券利息的余额
……………………………7779

调整债券利息
………………………………………696

可用于分配股息的余额(净收益)…………………………7083

优先股股息
………………………………………………4645

可用于分配普通股股息的余额
…………………………2438

因为税后净收益大于总收益，所以采用净扣减检验。

净扣减二税后净收益和可用于支付调整债券利息的差额=$13353一$7779

保障倍数：

净扣减=$5574$13353÷5574 = 2.40

净扣减加调整债券利息=6270$13353÷6270 = 2.14

净扣减、调整债券利息加优先股股息=10915$13353÷10915 = 1.22

应该注意到，在计算固定利息债券的利息保障比率时，收益或调整债券的利息没有被包括在总利息费用中，从这个角度看收入债券完全等同于优先股票。还应该注意到，由统计服务公司公布的，所

谓可用于支付密苏里—堪萨斯—德克萨斯铁路公司利息率5%的调整债券利息的收益达到该债券数量的57.29%的说法(或收益“覆盖利息”多达到11倍以上)，是毫无意义或容易引起误解的。

1931年年初这些数字对投资者的意义—1930年该公司的收益比10年平均收益稍低一些，前者显然可以看作密苏里—堪萨斯—德克萨斯铁路公司正常盈利能力的一个较确切的指标。从投资的任何角度来看，优先股股息保障倍数是不足的。通过较为保守的方法(净扣减项目方法)计算出的调整债券的利息保障倍数低于我们推荐的2.5倍这个最低标准，因此这种证券不具备投资性证券的资格。固定利息债券的利息保障比率大大高于我们的最低限，这说明其受到保护程度令人满意。

1931—1933年收益的灾难性跳水显然是始料未及的，或者说是无法有效防范的，密苏里—堪萨斯—德克萨斯铁路公司固定利息债券的市场价格在1932年遭到重创。但是由于该公司的负债结构相对比较谨慎，因此它没有和其他大部分的铁路公司一样走到破产的边缘。实际上，在1932和1933年，调整债券的利息都得到了支付，尽管在这种情况下的支付不是法定义务。

优先收入债券—有一些收入债券具有比其他固定利息债券更高级别的优先留置权。艾奇逊公司利

息率4%的调整债券是一个最为人熟知的例子，该债券的优先级别高于利息率4%的固定利息信用债券，后者常常以低价出售。圣路易斯西南铁路公司利息率4%的第二抵押收入债券也属于这种情况。[35]尽管从理论上讲这种债券的优先地位很难决定，但在实际会计处理中，显然要求把这种债券的利息归入公司的固定费用。

### Ⅱ.担保证券

担保证券并不拥有任何特殊的投资品质。缺乏经验的投资者可能顾名思义地认为“担保”二字包含着强化了的安全保证的意义，但是毋庸多言，担保的价值完全取决于担保人的财务状况。如果担保人一无所有，那么担保本身也一文不值。和金融界初入道者的态度形成鲜明对比的是，华尔街人士有低估担保价值的倾向，这从担保证券的价格常常低于担保人所发行的信用债券甚至优先股这个现象中可见一斑。金融老手对担保的缺乏信任可以追根溯源到1915年发生的卡那哈和霍金煤与焦碳公司事件。当时，提供担保的铁路公司声称，1901年签署的担保协议超出了公司的权限范围，因此无效，企图以此逃避责任。这种企图虽然以俄亥俄州法院和联邦法院的反托拉斯诉讼案结果为籍口，但最后仍以失败而告终。尽管如此，该事件还是为所有担保的价值蒙上了阴影，直至20年以后该阴影仍未散尽。[36]

实际上，有偿付能力的公司很少能够通过法律手段逃脱其担保责任。37

担保证券的地位—如果一家公司担保了利息、股息或本金的支付，那么未能履行这种义务将招致财务清算。对担保公司的要求权与该公司无担保债务要求权的级别是平等的，因此被担保证券在品质等级上应该和担保人所发行的信用债券持平，并且高于其所发行的优先股的等级。一种担保证券也可能凭借自己的与担保无关的品质和盈利能力而达到投资等级，在这种情况下，担保的存在强化了它的安全性，但是即使担保公司本身处境艰难，这种担保证券也不会因此而受影响。

例:布鲁克林联盟高架铁路公司利息率5%的债券，由布鲁克林高架铁路公司担保。后者于1919年进人财务清算，但该债券在布鲁克林高速运输系统中的优先地位，使其安然无恙地度过了担保公司的重组期。与此类似，美国工业酒精公司的优先股股息由美国蒸馏公司担保，后者后来被迫破产。但是工业酒精公司自己的收益就足以轻松地履行股息发放的义务，并在一段时期之后以$125的价格购回了优先股。

就担保公司而言，受到完全担保的普通股票或优先股票的地位和债券一样。但如果这种担保被证明毫无价值，那么它们自然又恢复了股票本身的性

质—通常情况下是一些品质不高的证券，但也可能品质很高，就象我们前面所提到的美国工业酒精公司的优先股。由另一家公司担保的收入债券的情况与此类似(例如，芝加哥一特雷霍特和东南铁路公司利息率5%的收入债券，由芝加哥一米尔沃基一圣保罗和太平洋铁路公司担保)。

担保的具体条款的重要性—担保的具体条款显然对担保的价值至关重要。只对利息进行担保的意义，很可能比同时对本金进行担保的意义小得多。

例:以菲律宾铁路公司第一抵押债券(利息率4%,1937年到期)为例，该债券只有利息部分得到了菲律宾政府的担保，而菲律宾的政府债券被美国政府用作一项政策工具。从现在看来，到期日之前准时的利息支付不成问题。但是该债券的本金没有得到担保，由于铁路公司本身收益状况不佳，到期日会出现什么问题难以预料，这种不确定性使得该债券的市场价格保持在很低的水平。(1932年的最低价是$16.5，如果假设该债券在到期日还有任何价值的话，这种价格水平显然是太低了。)

与股息担保有关的一个相似的缺陷是担保期限的有限性。

例:这个问题从美国电报和电缆公司普通股这个实例中可以得到反映。该普通股由西部联盟电报公司以出租电缆的收入(租期到1932年止)担保5%的股

息，担保期限从1882年开始，仅为50年。由于长期以来按期分配股息的记录，投资者们将股息分配视为理所当然的事情，直到1922年，该股票的市场价格还保持在$70。但就在这个时候，租出的电缆资产的战略性价值或交易价值急速降低，这使得股票价值到租期届满时可能会非常低。1930年，一项与西部联盟电报公司达成的协议决定，美国电报和电缆公司的股东可收取每股$20的本金损失补偿费。38

例:谈到担保的具体条款的重要性，普拉特和惠特尼公司的优先股(1928年购回)提供一个很特别的例子。根据证券手册的信息，该优先股的股息由该公司的母公司奈尔斯一比门特一庞德公司“担保”。但实际上，奈尔斯公司所承诺的是，只有当它支付了本公司的优先股之后仍有收益余额的情况下，才会补足普拉特和惠特尼公司股息支付的缺口。因此普拉特和惠特尼公司的优先股股东从1924年11月到1926年6月没有收到分文股息，而且没有对奈尔斯一比门特一庞德公司提出损失补偿的要求权。认识到存在这种特殊条款的可能性，投资者在购买任何担保证券之前，必须特别注意获取有关担保条款的全部信息。

连带担保((jointguarantee)和多重担保(sever-alguarantee)—这种担保是由不止一家公司对同一种证券所承诺的，每家担保公司不仅就所摊派的一定

比例的证券负责，而且还要对其他任何担保公司未能履行的担保责任负责。换句话说，每家担保公司潜在的担保责任有可能是该证券的全部。由于两家或多家担保公司比一家担保公司的作用更大，因此受到连带担保或多重担保的债券可能存在特别的优势。

例:最为人熟知的一组由这种担保所支持的证券是联盟火车站系统所发行的债券。其中一个突出的例子是堪萨斯城终点站铁路公司发行的第一抵押债券(利息率4%,1960年到期)，它由使用该公司设备和工具的12家铁路公司进行连带或多重担保。这12家担保公司是:艾奇逊、阿尔顿、伯灵顿、圣保罗、大西部、罗克艾兰、南堪萨斯城、密苏里一堪萨斯一德克萨斯、密苏里太平洋、旧金山、太平洋联盟和瓦巴什。

以上每家担保公司所担保的价值差异甚大，也因时间的不同而不同，但是至少有3家公司始终保持着强大的财务实力，这足以保障堪萨斯终点站铁路公司债券持有人的利益。但是投资者尚未充分认识到12家公司的连保较之仅有一家公司担保所具有的在保护力度上的优势，因此堪萨斯城终点站铁路公司4%债券的售价经常不比各担保公司所发行的代表性债券更高，后者的品质到后来被证明大成问题，相反终点站公司债券的安全性却从未动摇过。

如此看来，厚爱那些受到一批而不是仅仅一家实力雄厚的企业担保的债券，对投资者来说是一个明智的投资策略。

联邦土地银行债券—连带担保和多重担保的另外一些特点，可以从联邦土地银行债券这个重要的例子中得到反映，该债券由农场抵押贷款的保证金作担保。12家银行中每家银行所发行的债券都由另外11家银行进行担保，因此实际_L每家联邦土地银行的债券都成为了整个联邦土地银行系统的债务。在这些银行成立之时，同时成立了一批合股土地银行，后者也发行债券，但是各家合股土地银行发行的债券没有得到其他银行的担保。40两个系列的土地银行都受到联邦政府的监督，并且两者都被豁免了联邦税收。实际上，联邦土地银行的股本一开始是由美国政府全额认购的(但是美国政府不承担这些银行债券类债务的相应责任);合股上地银行的股权由私人拥有。

在这种土地银行双轨制刚开始实行的时候，投资者们倾向于将联邦政府监督和免税视为合股土地银行债券安全性的一种实际担保，因此愿意以只比联邦土地银行债券的收益率高0.5%的价格，购买合股土地银行的债券。对比无担保的合股土地银行债券和互相担保的联邦土地银行债券，我们可以得出

以下一些结论:

1.假定农场贷款系统(farm—loansystem)全面获得成功，那么担保将成为多余的保护措施，因为每家公司凭借自己的收益，就能为其所发行的债券提供足够的保护。

2.假定该系统全面失败，那么担保的价值也不名分文，因为所有的银行都将无力还债。

3.在介于这两种极端情况之间的任何中间情况下，连带和多重担保将被证明是极具价值的。对那些业务分布在当地条件特别差的地区的银行所发行的债券而言更是如此。

考虑到农场贷款系统是一个未有先例的新生事物，投资者们应该为自己的利益寻求尽可能完备的保障。那些急功近利于额外的0.5%收益率而放弃连带担保保护的人，显然犯了一个判断上的错误。41

- **第17章担保证券(续)**

有担保的不动产抵押贷款和抵押债券

对证券进行担保的业务在不动产抵押贷款领域得到了最广泛的发展。这种担保分为不同的两类:一是由出售抵押贷款或抵押参与证书(mortgageparticipations)的公司提供的(或由这种公司的附属公司提供);二是由独立的担保公司提供的，这些公司通过承担这种或有债务以获取一定的担保费收入，这是新近普遍采用的一种形式。

不动产抵押贷款担保这一业务方式的出现显然受到来自于保险业的启发。抵押贷款持有人可以依靠担保来保护自己的利益:以部分的收入回报作为代价，抵补未来可能出现的不利形势对自己的特殊财产所构成的危险(如房子邻近环境的改变)。以足够的保险金为报偿来提供这种保护，这属于合理的保险业务的范围，当然这必须以所有的业务环节都稳健开展为先决条件。这种安排获得完满结果的必要条件是:

1.首先，抵钾贷款发放的决定必须谨慎作出。

2.担保公司规模较大、管理完善、独立于出售抵押贷款的机构，而且业务范围不局限于不动产。

3.经济不处于剧烈波动期。

1929年之后不动产价格狂泻的情况显然与第3个条件不符，因此这一阶段不动产抵押贷款担保行业的状况，或许不能为其未来的价值提供一个比较准确的参考。不过，这种担保在这一时期所暴露出来的某些特点却值得讨论。

该行业曾经经营谨慎—首先，1924年之前抵押贷款担保行业的运作情况，与这之后所发展起来的宽松随便的行业作风形成了明显的反差，而后一时期正是这一领域的金融业务如日中天的时代。

如果我们考察一下纽约市从事不动产抵押贷款担保机构(如债券和抵押贷款担保公司、律师抵押公司)的业务政策，可以公平地说，这一行业曾经经历了一个稳健经营的时期。担保价值控制在每项抵押价值—经过填密的核算—的60%之内;避免对不可分的大宗抵押贷款进行担保;从地点上说，也做到了风险分散。的确，担保公司既不独立于抵押贷款销售公司，也不经营其他的担保业务。另一个不合理之处在于，这些公司提供抵押贷款担保的期限通常只有3到5年，因此存在着—后来才意识到—大量担保合同在最不应该的时间内同时到期的可能性。但是不管怎么说，担保业务运作中的谨慎态度使这些公

司能够顺利度过不动产业的严重萧条，如1908年和1921年的不景气。

新的和不谨慎的行业作风的出现—在随后出现的的房地产热中，一个重要的新动向是不动产抵押贷款业务和对这类业务进行担保的业务的兴旺。新的人员、新的资本和新的方法纷纷进人该领域。过去在该行业中经营已久的很多小型地方性公司，摇身一变成为势力强大的经营大型的和全国性项目的公司。该行业过去的良好记录和成功经历被大肆渲染，公众也纷纷为之吸引—殊不知这些公司在规模、经营方法和人员上已经发生了巨大变化，他们实际上在和一家不同的公司打交道。在本书前面的一章中我们曾经谈到过，这一时期不动产商业投机资本的融通方式是多么的草率和不谨慎。抵押贷款本身的质量非常低下，担保同样也没有多少价值，而它是供投资者作为补充的决策依据的。担保公司实际上仅仅成为了债券发行者的附属公司。所以一有风吹草动，抵押财产的价值、不动产债券公司以及附属于它的担保公司全部同归于尽。

竞争和效仿的恶果—新出现的和益发雄心勃勃的不动产债券公司，对老公司经营政策的影响最为不幸。迫于竞争的压力，后者只好放松放款的标准。新抵押贷款的发放条件日益宽松，当旧的抵押贷款到期时，它们常常被代之以更大的一宗贷款。

更有甚者，有的担保公司担保的抵押贷款的名义总金额如此之高，以至于达到这些公司自有资本总额的数倍。显然，一旦不动产价值出现总体性的下跌，这种担保所能提供的保护作用几近于零。

1931年不动产市场崩溃的时候，这些新生的不动产债券公司以及附属于它们的担保公司首当其冲遭到灭顶之灾。随着衰退的延续，老一些的公司也相继破产。受保抵押贷款或抵押参与证书(仅纽约的权证和抵押公司所担保的财产总值就达30亿美元)的持有人发现，担保实际上徒有其名，他们所能依靠的只有抵押财产的真实价值。在大多数情况下，这些财产的抵押价值远远超过了合理的审慎原则所能允许的范围。在1932年的未偿还抵押贷款总额中，只有很少的一部分是在大约8年前流行的稳健条件和原则下发放的。

由独立的担保公司提供的担保—1924—1930年间，一些独立的担保公司将它们的业务延伸到了收费(或保险金)性不动产抵押贷款担保的领域。从理论上讲，这应该是开展此类业务的最佳形式。除了实力雄厚和经验丰富之外，这类担保公司的另一个优势在于，作为一个完全独立的主体，它按理说会对所担保的对象要求非常严格。但是由于这些公司开始不动产抵押债券的担保业务的时间恰逢大萧条来临前夕，在过于乐观的大气候影响下，它们在判

断上出现了严重错误，所以上述理论上的优势被后面这些因素大大抵消了。多数情况下，这些担保公司蒙遭的损失超出了它们所能承受的程度，很多公司因此进人了财务清算(一个突出的例子是国民担保公司)，而得到这种担保的债券的持有人利益也没有得到完全的保护。

未来的展望—从今后的情况来看，随着不动产业正常气候的恢复，抵押债券看来肯定要恢复对公众的出售，对这些债券进行担保的业务重新得到发展也是一个必然趋势。基于前文所谈到的原因，由独立的担保公司来提供这种担保从理论上讲更有效率，但是这些公司过去的不幸遭遇很可能会使它们对这种业务退避三舍。因此这类担保业务更可能以其发展初期的形式复兴，也就是由从事不动产抵押贷款业务的公司来进行担保。如果果然如此，这些抵押债券或参与证书的购买者应该将考察的主要注意力放在债券发行公司经营的稳健性方面，而不必把精力消耗在对有关担保问题的分析_上。

租赁契约等同于担保

一家公司的资产常常出租给另一家公司使用，前者由此获得的固定年租金足以支付其所发行的资本证券(capitalissues)的利息和股息。这类租约常常附有担保这些利息和股息支付的特别条款，实际上大部分有担保的公司证券都起源于这种形式。42但

是即使没有明确的担保条款，租约或其他合同所提供的每年固定支付，从性质上讲对于出租公司的证券来说也相当于一种担保。

例:说明这类协定的价值的一个突出例子，是西瓦科氯制品公司1927年发行的利息率5.5%,1937年到期的债券。西瓦科公司同意每年对联合炭化物公司的一家子公司出售部分产品，后者则保证，每月将向前者支付足够5.5%债券付息还本的款项。从性质上来说，该协定是实力强大的联合炭化物公司对西瓦科公司债券的利息和本金支付的担保。由于存在这种保护，加上西瓦科公司持续不断以市场购回的形式偿还债券，1932-1933年间，该债券的价格始终保持在$99以上。与此形成强烈对比的是，西瓦科公司的普通股票市场价格从1929年的非116.5下降到了1932年的$30

另一个有趣的例子来自于新泽西烟草制品公司利息率6.5%,2022年到期的债券。该公司的财产以一份期限为99年的合同出租给了美国烟草公司。这份同样也是2022年到期的合同规定，承租公司每年向出租公司交纳$2500000的租金(承租公司具有以下权利，即，在租约到期日一次性支付相当于财产当时价值的款项购买该财产，财产价值按照7%的年折扣率计算)。根据一项偿债基金安排，这部分租金除了可以满足债券利息的支付之外，还足以在债券的到

期日之前偿还债券的全部本金。假设租约的合法性不成问题，那么新泽西烟草制品公司6.5%债券，应该被看作美国烟草公司固定债务的同质项目0因而它的优先级别要高于美国烟草公司的优先股，而该优先股的股息不是一种固定费用。当这种债券1931年首次出现在市面上的时候，投资公众要么对这个租约的有效性持怀疑态度，要么—这是一种更有可能的情况—对此类安排不太熟悉，这表现在美国烟草公司的优先股价格大大高于新泽西烟草制品公司的债券。以下数据说明了这一情况:

| 证券 | 1931—1 最低价 |
|---|---|
| 新泽西烟草制品公司6．5%债券 | 73 |
| 美国烟草公司6%优先股 | 95.25 |

担保证券的价值常被低估—以上这个例子说明了这样一个规律:担保或准担保(CIL1aSi一guaranteed}证券的价值，相对于担保公司发行的其他证券的价值而言，常常被低估。一个众所周知的例子是圣安东尼奥和阿兰萨斯过路铁路公司发行的利息率4%,1943年到期的第一抵押债券，该债券的本息支付由南太平洋公司担保。尽管该债券除了担保之外，还有抵押品作保证，但它的售价所对应的收

益率却总是高于南太平洋公司所发行的无担保债券。43

例:一个更为令人吃惊的反差表现在巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司第一、第二优先股(两者的本息都由美国打字机创始人公司担保)和担保公司优先股的相对价格中—后者不属于固定债务。有关这个问题的进一步例子还有由舒尔特零售商店公司担保的特拉华州哈伊勒股份有限公司的优先股，和舒尔特公司优先股的价格对比;以及特拉华州阿穆尔公司有担保优先股的价格，与担保公司—伊利诺伊州阿穆尔公司—优先股价格的对比。有关这些对比的数据见下表(表17一no

显然在这种情形下，投资者有可能做到在证券安全性不受影响的同时实现从低收益证券向高收益证券的转化;或者以较小的收益损失换来较大的安全性，有时这一过程甚至会伴随着更多的实际收益。44

表17—1担保证券和担保公司证券价格及收益率的比较

证券

圣安东尼奥和阿兰萨斯过路铁路公司(第一抵押债券期、有担保)

南太平洋公司(信用债券、4%、1929到期)

巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司：第一优先股、7%、

巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司：第二优先股、7%、

美国打字机创始人公司(优先股、7%)

特拉华州哈伊勒股份有限公司(优先股、有担保)

舒尔特零售商店公司(优先股、8%)

特拉毕州阿穆尔公司(优先股、7%、有担保)

伊利诺伊州阿穆尔公司(优先股、7%)

将担保和租金包括在固定费用的计算当中

在计算一家公司债券(利息)的保障比率时，应该将相当于债券利息的各项义务考虑在内。在讨论有关铁路公司固定费用的问题时，我们已经比较详细地解释了这种方法，同样，公共事业债券问题的分析也涉及到这个内容。这类企业问题的处理程序没有什么特殊的困难，但是对于某些类型的工业公司来说，对租赁和担保因素的考虑将引人一些复杂的变量。这类问题比较容易在例如零售性企业、剧院

等公司中出现，对这类公司而言，与建筑物的使用有关的租金或其他费用是公司财务的一个重要项目。这些建筑物可能是由一家公司通过债券融资投资建造并自行拥有的，这样的话，有关债务将在资产负债表和损益帐户中得到反映。但是如果另一家公司通过签定长期租约租用着一座同样的建筑物，那么租金债务将不会出现在这家公司的损益帐户中，资产负债表里也找不到有关这个项目的指标。第二家公司的财务状况看起来可能会比前一家公司更良好，但这仅仅是由于后一家公司的某些债务没有在财务报表中得到反映的结果。实际上，两家公司(与使用建筑物有关的)债务负担是一样的。相反，无条件地直接拥有比通过长期租约租用一座建筑物更为有利(特别是从优先股的角度考虑)，尽管在建筑物资本的形成过程中暂时反映不出这种优势。

例:如果将州际百货公司和批发商店公司作一对比，那么这两家公司在1929年的财务状况非常相似:平均的收益覆盖率基本一样，而且两家公司都没有债券类或抵押类债务。但是批发商店公司的实力明显要强一些，因为它拥有土地和建筑物的所有权，而州际百货公司的这些资产都是租来的(除了少数一部分例外)。这种情况的实际结果是，州际百货公司存在着大量的优先级别高于优先股的固定债务，而

批发商店公司没有这些债务。与此类似的例子还可以在连锁店行业中找到。1932年J}C"彭尼公司优先股的地位与S"H·克雷斯公司优先股的地位很不一样，因为后一家公司半数以_L的商店是自有资产，而前一家公司的商店全是租来的。

租赁债务通常被忽视—长期租赁债务的问题过去一直为金融界人士所漠视，直到1931和1932年，在先前的经济膨胀期中很多商业公司承租的数额庞大的资产使这些公司不堪重负，这个问题的重要性才猛然被人们认识到。

例:从联合雪茄商店公司优先股的例子中，我们可以明显地感觉到这种因素对一种候选投资证券的重要影响。这支股票和它的前身在各方面都显示出稳定的特征，它的售价也相应地始终保持在较高水平。1928年，该公司的财务报告显示“没有长期债务”，收益相当于优先股股息的7倍。但是长期租赁债务(包括子公司购置财产的置存负担)的拖累如此沉重，它导致了该公司在1932年的破产，优先股面临着血本无归的威胁。

这种债务的存在使分析复杂化—应该承认，对租赁因素在经营中占有重要地位的公司来说，这种因素的干扰给债券或优先股问题的分析增加了额外的麻烦。不幸的是，现在还没有什么新的方法可以提供给投资者，便于他们准确地计算出租赁为这种

类型的工业公司所带来的债务，以简化现在这种费力伤神的分析方法。对于以自有财产为主和以租赁资产为主的两类存在未偿还债券的不同公司，我们也无法作出准确的比较。投资者们必须具体问题具体分析。如果某项债务数额甚小(如典型的制造业公司所租用的办公室)，那么这个因素可以忽略而不必深究。但如果租赁所带来的表外债务数额巨大，则投资者要么进行彻底深人的调查分析，要么干脆放弃这样一家公司的证券，而考虑投资于其他较容易展开分析的公司的证券。45

子公司债券

一般认为，一家实力强大的公司的下属子公司的债券安全性较高，理由是母公司将对子公司的债务负责。这种观点的一个佐证是被广泛采用的编制合并损益帐户的方法，根据这种方法，所有子公司的债券利息，以对应于合并收益的费用的形式出现，它们的优先级别高于母公司的优先股和普通股。不过，如果母公司没有以担保或租赁合同的方式(或直接承担)对子公司的债券负责，那么上述说法可能会被证明具有误导性。因为如果某家子公司被证明是一家不赚钱的企业，那么母公司也许会有意不去补足这家子公司的利息支付差额，因为前者对失去这一部分投资无所谓，因而乐得把包袱甩给子公司的债券持有人。这类情况虽然比较少见，但

联合制药公司利息率5%,1953年到期的债券在1932—1933年的经历却有力地说明了这种可能性的存在。

例:联合制药公司是制药股份有限公司的一个重要子公司。由于生产特许专卖药品和其他药品，制药股份公司曾一度收益可观、股息丰厚。1932年上半年，合并损益帐户显示的收益是联合制药公司发行的利息率5%,1953年到期债券的利息的10倍，而在此之前的几年中这个数字更高。尽管该证券没有受到制药股份有限公司的担保，但投资者们认为合并帐户所反映的信息已足以证明，联合制药公司的5%债券的安全性无须质疑。但是联合制药公司还拥有路易斯·K-利格特公司的股权作为资产和投资，后者经营着一大批药店，正被与联合雪茄商店公司类似的高额租金负担问题所困扰。1932年9月，利格特公司向土地出租者通报:除非降低租金，不然利格特公司将被迫破产。

这一则消息的公布使投资者们警惕地认识到这样一个事实:实力强大的制药股份有限公司没有承担它的(间接)子公司利格特公司的债务。他们立刻对制药股份有限公司会不会对联合制药公司的5%债券负责的问题感到惶恐不安。这一发现的结果是，该债券(5%)的售价从这一年年初的$93跌至$42。根据下跌后的价格计算，面值$40000000的联合制药公司5%债券的总市值仅剩下了$17000000，尽管它的母

公司的股票总市值仍然高达至$100000000以上(3500000股，每股价格$30)。第二年，“制药股份有限公司系统”自动解散，成为一家家互无资本联系的公司—一种不多见的演变，从而联合制药公司以独立的形式继续存在。

1914-1921年间，新阿姆斯特丹煤气公司的利息率5%,1948年到期的第一抵押债券也经历了类似的遭遇。作为纽约统一煤气公司一家下属子公司所发行的债券，投资者们对它寄予了厚望，并长期以接近平价的价格出售。但是公众忽视了这样一个事实:该债券没有得到母公司的担保，而新阿姆斯特丹煤气公司的收益已不堪维持利息费用。在1920一1921年的萧条中，该债券不利的合同地位赫然表现出来，市场价格下跌到$580

新泽西州统一公共运输公司是新泽西公共服务公司的一家利润状况不良的子公司，前者发行了利息率为5%的第一抵押债券，母公司未对该债券担保。当债券在1933年到期时，很多持有者接受了由母公司提供的以每股$65的价格收回本金的条件。

以分离的方法计算子公司的利息保障比率十分重要—以上这些例子说明，在投资者们倾向于低估一家实力雄厚公司的担保的价值的同时，他们有时还会犯与此相反的一类错误，那就是过于看重一家公司控制着另一家公司这一事实。从固定价值投资

的角度来看，想当然的事情不足以为据。因此除非一家母公司直接承担了子公司债券的责任，不然的话不能仅仅因为母公司的存在就购买子公司的债券。在没有这类承诺的情况下，只有子公司自身的状况可以作为接受它所发行的债券的依据。[46]

将以上讨论和第8章开始部分的讨论作一对比，我们可以得到这样的结论:控股公司债券的投资者应着眼于合并损益帐户的分析，在这种帐户中，子公司的利息—包括担保的和无担保的—以优先费用的形式出现;但是无担保的子公司债券的购买者则不能以合并报表为据来分析债券的安全性，而应该对仅包括子公司在内的财务报告进行研究。得到这种财务报告可能有些费事，我们在获得联合制药公司利率5%债券的资料时就遇到了一些麻烦，但这种报告是不可或缺的。

- **第18章保护性条款和高级证券持有者的补救方法**

在这一章和随后的两章当中，我们将考察避免债券和优先股持有人利益蒙受损失的有关保护性条款，以及在公司未履行偿付义务的事件发生后，可以采取的各种行动。分析这些问题的目的—也是贯彻全书的目的—不是为了提供某些既存的有关理论和实践的信息，而是为了以挑剔的眼光考察现期的实践，并从证券持有者利益的角度考虑，提出一些可行的改进意见和建议。

双联合同或公司章程中保护高级证券持有者利益的条款—公司与其所发行证券持有者之间达成的协议，被记载在一个被称为双联合同或信托契约(indentureordeedoftrust)的文件中。与此对应的与优先股股东权利有关的协议，记录在公司章程或注册执照中。这些文件中通常包括了防止公司行为伤害高级债券持有人利益的条款，并提供了在某些不利

的情况下可采取的补救措施的方案。这类条款最常包括的内容一般涉及以下几个方面:

1.债券方面

a.未付利息、本金或偿债基金。

b.拖欠其他债务或清算债务。

c.发行新的担保债务

d.可转换(或认购)权利的稀释(dilution)

2.优先股方面

a.相当长时期中未付(累积)优先股股息。

b.引入长期债务或优先级别更高的股权。

c.可转换(或认购)权利的稀释。

一则不太通用但在工业公司的双联合同中经常出现的条款，要求营运资金相对债券类债务保持一定的比率。(投资信托公司或控股公司的相应条款，要求所有资产的市场价值相对债券类债务保持一定的比率)。

为债券持有人提供的对应于上述la和lb两种情况的补救措施是众所周知的。发生这两种令人遗憾的情况中的任何一种都被称为“违约事件(eventofdefault)"，受托人(trustee)在这些情况下可以宣布债券本金提前到期，并设定一个归还的最后期限。双联合同中的这种条款被称为“提前支付条款(accelerationclauses)"，它的主要目的是使债券持有人和其他债权人一样，收回全额本息的要求权有

所保障。

债券持有人法定权利的矛盾之处—从批评的角度考察这些条款，我们应该认识到，债券持有人的法定权利问题存在着某种矛盾。在华尔街，财务清算是一个令人谈虎色变的名词，它的降临通常意味着公司的所有证券价格将一落千丈，包括债券—而正是为了维护债券持有人的利益才进行清算的。正如我们在前一章所指出的，市场对违约债券估定的价值，不会高于—或者会低于—一家有偿付能力公司的股息被滞付的优先股的价值。

因此，人们不禁要问这样一个问题，当公司的状况使得按时的利息支付有困难时，如果债券持有人不具有提前支付本金和利息的法定要求权，是否对他们更有利一些呢?因为在这种时刻，债券持有人的法定权利显然只会在没有给持有人带来什么好处的情况下，把公司逼上绝路。当公司无力履行债券本息支付的义务时，债券持有人自愿推迟支付日期使公司避免走上法庭，这难道不会对持有人的利益更有好处吗?

对这个问题的回答可以得出这样的结论:更恰当或更有限的法定权利将使债券持有人处于较为有利的地位。在现行制度下，债券持有人只拥有给所有的人—包括他自己—带来麻烦的权利，却没有快速并无条件地使他的正当的(对本息的)要求得到满足

的权利。他可以在24小时之内指定一位清算人(receiver)，但他应得的钱或财产却常常可能要在5年以后才能收回。47有时，由于复杂和纠纷重重的负债状况，这种拖延是不可避免的。但在很多情况下，保护股票持有者的利益或“股东权益”的考虑也导致了旷日持久的清算过程，原因是，仓促出售财产往往不能卖出好价钱，因此使得低级证券持有者一无所获。

股东是否有权以这种方式在债权人的无情催逼下保护自己的利益?这是否等同于剥夺了债权人以放弃公司盈余利润的分享为条件而换来的投资安全保障呢?对此类问题的回答必然众说纷纭。但是无论何种说法更有道理，实际上目前这种补救程序对债券持有人和股东都没有好处。在大多数情况下，拖欠本息仅仅意味着一种巨大的不确定性，它可能意味着股东要血本无归，同时债券持有人也并不能指望从中得到多少好处。

清算企业证券的价格低于公平价值的倾向—从总体上看，处于清算过程的公司所发行的证券售价普遍低于它们的公平价格，而且在违约债券价格和低级股票价格之间存在着一种不合理的关系。

例:菲斯克橡胶公司是说明我们的上述观点的一个突出例子。该公司的有关财务数据和史蒂倍克公司在1933年9月的有关数据如下面两个表所示。

菲斯克橡胶公司1932年4月的市场价值

利息率8%的第一抵押债券总市值

$7600000@1648……$1200000

利息率5.5%信用债券总市值

8200000@11…………900000

股票……………………………名义

公司的市场总价值…………………

$2100000

资产负债表，1932年6月30日

现金…………………………………

$7687000

应收帐款(减备抵项目)…………………………4838000

存货(按成本与市价中的低者计算)…………………3216000

$15741000

应付帐款…………………………………363000

流动资产净值……………………………

$15378000

固定资产(减$8400000折旧)…………………23350000

该公司(优先)证券的总市值还不足现金项目金额的三分之一，也只相当于净速动资产总额的七分之一，对固定财产更没有任何考虑。49

史蒂倍克公司，1933年9月

| 证券 | 总面 |
| --- | --- |
| 10年期、利息率6%债券和其他债券 | $2200 |
| 优先股 | 5800 |
| 普通股(股数) | 2464 |
| 股票总市值 | |

该公司非$1面值仅售价40美分的债券被授权可以在股东获得任何分配之前，获得全额立即支付。然而，市场对股票的评定价值要高于级别更高的优先债券。

迅速有效的程序将使债券持有人收益一…显而易见，应该引人一些更有效的保护债券持有人利益的补救方法，用以替代现行的拖延不决而又代价昂贵的财务清算措施。这种改进可以依循两条主线来进行。一是可以让债券持有人的合同权利变得具有更为严格的强制性，这种程序可以尽可能多地吸收普通商业清算的技术特征，重要的是必须尽快让债权人选择清算或重组两种方案。股东的利益一概不予考虑，他们唯一可被允许的做的事就是在短时间内筹集到足够的现金来清偿公司的债务。财产的价值是否高于债务的问题，完全取决于清算人或股东能否迅速找到一个以较高的价格购买这些财产的

人。

如果遵循这个模式，债券持有人将迅速知情，不确定期将缩短，特别是对资产的优先要求权将得到无条件的维护。在这种程序下，菲斯克橡胶公司债券不可能出现那样反常的价格，因为两个问题是确定无疑的，第一，债权人依靠可变现的速动资产可以收回他所应得的投资本息;第二，获得这种支付的程序十分简单。同样，如果这种程序成为一个标准，史蒂倍克公司证券的异常报价也不会出现。因为很显然，除非所有的债券被全额清偿，不然的话股票将分文不值，而且这种支付将在相对较短的时期内实施。

以自愿的再调整计划代替清算—重组程序的另一条改进的主线是，用自愿的再调整计划替代破产法庭拖拉而且昂贵的运行机制。如果公司与它的债权人达成某种妥协，财务清算就可以避免。当通过清算获得足额的现金支付的可能性很小时，债券持有人进行此类交易通常是有利的。因为如果企业的继续经营符合这部分人的利益，那么在利得相当的基础上自愿调整要求权的形式，而不是把企业推向伤筋动骨的清算程序，对他们来说利大于弊。一般来说，总能达成某种基本保全债权人投资利益的协议安排，为了避免公司走上法庭，债券持有人向股东让渡适当的利益也是值当的。

例:1931年底，瑞迪欧一基思一奥菲厄姆公司急需资金以应付迫近的债务的要求，结果发现一般的融资方法不可行。在这种情况下，股东通过了一个方案，将股息的75%出让给那些愿意提供$11600000购买短期信用债券的人。(不过，持续的亏损使该公司在第二年进人了财务清算。)

1933年，福克斯电影公司也面临着同样的资本调整(recapital-ization)的困难。结果，股东们决定放弃80%的股息，以换取大约价值$40000000的5年期中期债券和银行贷款融资。堪萨斯城公共服务公司的再调整计划同样也在1933年完成。该计划要解决的问题较为简单，即在被认为是暂时性的低收益期中，削减利息费用。计划规定，息票利率6%的第一抵押债券，在1933一1936年的4年间利息率降低到3%,1937一1938年恢复到6%0，并在1939一1951年提高到7%。因此在较早的几年，债券持有人将损失12%的利息。计划还决定建立一个根据收益状况逐年拨付资金的偿债基金，用于分期赎回债券并提高债券的市场地位。

显然，接受暂时的能够切实支付的3%利息率，要比坚持无力支付的6%的利息率而使企业进人凶多吉少的清算程序，对堪萨斯公共服务公司的债券持有人更为有利。(该公司在1926年结束的前一次财务清算耗时6年。)在这种安排下，不要求股东向债券

持有人让渡任何低级证券的利益，以换取对方的让步。尽管从理论上讲，这种利益的牺牲和转移是公平合理的，但在这种情况下，这种牺牲并没有什么实际的意义，因为转让股票红利给债券持有人对(债券)市场价值的影响微乎其微。不过，我们必须认识到这样一个原则，债券持有人放弃任何重要权利的同时，有权从股东利益方面获得相应补偿的—可以采用股东向企业捐缴现金，或向债券持有人转移部分对未来收益的要求权的形式。50

新破产法带来的变化—国家破产法的修正案于1933年在国会通过，并将在1934年生效。该法律引人了一个介于自愿再调整计划和普通清算重组之间的新的程序。一家无力履行债务的公司，将实施一个为各种证券持有人的三分之二多数接受，并由法院(以及州际商业委员会或与铁路和公共事业类企业对应的州公共服务委员会)批准的重组计划。这种机制一旦投人运行，将避免清算、抵押出售和对不同意见的证券持有人的支付，因而可以大大减少现行公司重组中的拖延现象并节省费用。由纽约州立法机关通过的沙克诺法案('IheSchacknoAct)，针对不动产抵押债券设立了与此相似的程序。51

不同意见的少数债券持有人是推行自愿再调整计划的主要障碍，新的法律有效—可能是过分有效—地解决了这个令人头疼的问题。52

对债券受托人(bondtrustees)的功能和职业态度的批评—债券受托人的功能和职业态度的转变势在必行。目前承担此类业务的信托公司根本不能称为受托人，更贴切地说，它们只是“债券持有人的代理人”。它们的一个通行的经营原则是:从不主动行事，只在一定比例的债券持有人发出指令时才有所动作(因而不承担任何责任)。双联合同对受托人的职责常常只字不提，而有关受托人享受的豁免和补偿的条款却连篇累犊。但是，托管的内涵并不仅仅在于唯命是从，它是指根据判断主动行事，来保护委托人(cestuisquetrustent)或受益人(beneficiaries)的利益。

债券受托人在履行日常职责的过程中往往忠于职守、任劳任怨，也不能否认，它们希望债券持有人的利益得到很好的保护。但是它们的经营方式囿于本质上反对主动出击的传统行业准则，根据这些准则，做得越多，错误和责任也就越大。结果是，虽然受托人被赋予了见机行事的权力，但它们很少会行使这种权力。对比无所作为而使债券持有人蒙受损失而言，受托人更害怕的是轻举妄动在日后可能招致的指责和批评。因为在前一种情况下，受托人总可以为自己开脱干系:如果债券持有人想以某种行为来维护自己的利益，那么他应该按照双联合同条款的规定，下达白纸黑字的指令。

投资信托领域的例子—从下面这个信托投资领域的例子可以看出，受托人如何尽量避免采取主动的行动，以至于债券持有人利益的安全受到损害。这种安全正是受益人委托受托人予以保障并得到受托人承诺的。

纽约金融投资公司发行了两种利息率为5%的抵押信托债券(collateral-trustissue)，到期日分别为1932年和1940年。这些债券受到由受托人保管的上市证券的担保。公司与受托人签定的契约要求，受托人保证这些抵押证券的市值至少达到未偿付债券价值的120%。受托人被赋予以下职责:0)在安全边际下降到所要求的水平时，向公司通报;(2)如果实际比率和安全边际的缺口在30日之内仍未补齐，宣布本金提前到期;和(3)在这种情况下出售抵押证券，所得收入用于债券的本息支付。

该契约为债券持有人提供的保护，实际上和发放可转让证券抵押贷款的银行所得到的保护一样。因为当规定的保障比率不能维持时，银行有权出售抵押证券以保障贷款本息的安全。它与上述信托债券保障条款的不同之处在于，债券的双联合同允许在30天的期限内恢复安全边际。

但是金融投资公司债券的实际遭遇却和同一时期银行抵押贷款的遭遇大相径庭。1931年10月，保障比率下落到不足20%，受托人向公司通报了“违约

事件”。保障比率在随后的30天之内没有得到恢复，但是抵押证券却没有被出售。1932年8月，债券的买价跌至20。1932年10月，其中一种债券的本金到期，但却没有得到偿付。这一事件触发了相应的行动，两种债券的抵押证券被全部售出。1933年1月，也就是在“安全警告(margincatl)”发出的15个月之后，债券持有人最终收到了65美分/每邪1的本金偿付。

这一不幸的结局的解释—我们从以上这个例子中发现，双联合同中看似有效的保护条款，和很不令人满意的实际结局—即巨大的损失、长期的拖延以及在此期间市场价值可怕的缩水-—之间存在着明显的反差。怎么解释这个现象呢?是由于受托人的惰怠或疏忽造成的吗?从表面上看有可能是这个原因，但是受托人其实也花了不少时间和脑筋，只是受托人的一举一动都受制于既有的债券托管准则，即“不做任何可能受到指责的事情，除非得到债券持有人按照双联合同规定的形式所发出的指令。”从金融投资公司利息率5%债券的情况看，在30%的债券的持有人提出书面要求时，受托人所采取的相应行动可不承担责任。受托人对主动选择及时出售抵押证券犹豫不决，因为它担心，如果随后市场复苏，股东将指责它不负责任地把他们的财产如数败尽。另外，在抵押证券的市价跌落到平价以

下之后，部分债券持有人仍反对出售这些证券。

不难看出，以这些原因为由而不执行双联合同中的保护性条款是根本说不通的，实际卜，如果这种说法站得住脚，那么在双联合同中加人这些条款就毫无意义了。如果将这一事件作一个全面的剖析，我们可以看到，不幸的结局是由以下几个因素共同造成的:

1双联合同的保障条款缺乏明确的程序规则的配合。

2.债券持有人是一个典型的缺乏金融智慧和主动性不够的群体。

3.托管业务的基本原则要求托管人按照被动和不理性的债券持有人的指引行事，而不是引导后者。

低效率托管的虚弱辩词—对托管人常常不能主动出击以维护债券持有人的利益这种工作作风的解释和辩护理由通常是:托管人得到的标准报酬过低，无法对任何风险负责，因而只能对受益人言听计从。笔者认为，这种解释是说不通的。在不出现什么问题的情况下，受托人提供纯粹的例行服务的收费标准的确不算太高。但是在出现违约事件时，没有人会限制他们因见机行事所承担的风险收取足够的补偿费。实际上，在所有的清算案件的审理过程中，受托人都从法院得到了额外的津贴，这些津贴的数额相对他们的所作所为而言不可谓不丰厚。而

且，这类工作基本上是和保护委员会的工作相重复的。此外，他们在提供咨询服务方面所得到的报酬更多，而这些报酬的支付是任意的。

保护委员会的问题—目前，由独立于受托人的保护委员会所负责的一些工作，除了额外收费的问题遭遇微词以外，在运作方面还受到了更严厉的指责。从1929年开始，保护委员会的定位越来越模糊不清而且令人特别不满意。过去，人们想当然地认为，在违约事件出现时，应该由有关证券的承销商组成保护委员会。但是近些年来，人们对于这种方式合理性的疑问越来越大。债券持有人对证券发行所的裁定缺乏信任，或者说持有人对于发行所能否公正地代表他们的利益心存疑虑，因为发行所和企业间存在着利益联系。有时，债券持有人甚至认为承销商对于债券投资收益的损失负有法定责任。这样，由除了证券发行所以外的机构充当债券持有人胜任的代表的呼声十分强烈。不过问题在于如何选出这样的胜任代表。由于将组织证券发行的发行所排除在外，任何人都可以自命为某保护委员会的主席并邀请寄存，整个程序缺乏规范，因而这种方式受到严厉的指责和批评。同时出现多个保护委员会的情况时有发生，这些委员会为了争取寄存业务往往采取不正当的竞争手段，一些声名狼籍和心术不正之辈乘机从中渔利。

改革方向的建议—如果由双联合同所指定的受托人能够积极行使保护债券持有人利益的职责，那么整个保护程序将变得条理井然并更为规范。充当这一角色的大机构具有有效地运行这种职能的能力、经验和地位优势。由受托公司自己组织保护委员会，受托公司的一名高级职员出任主席，再从大债券持有人或其指定人员中选出委员，这种组织形式在一般情况下有何不可呢?分析起来，受托人是作为全体债券持有人利益的代表，而保护委员会则只代表寄存债券持有人的利益，这两个角色之间可能存在冲突，但这种冲突很少会有什么实质性的内容，也不会产生明显的影响。如果果真出现了这方面的冲突，也可以将它们提交法庭处理。如前所述，受托人的日常工作和为债券持有人争取利益的努力都将得到充分的报偿。

这种安排体现了受托人和受托人认为可以代表所有债券持有人利益的债券持有人小组之间的有效合作。这种债券持有人的小组最好在债券发行之初就成立，而不要等到违约事件发生时才匆匆形成，这样，从一开始就存在着某个从债券持有人利益的角度出发，跟踪公司动向的负责机构，它在需要的时候会对可能危及债券安全的公司政策提出异议。公司应对这种服务提供合理的报酬，报酬的标准可以参考董事会中代表债券持有人利益的董事的薪金

标准。在债券持有人小组必须以代表债券持有人利益的保护委员会的形式进行工作时，小组成员对公司事务的熟悉将使他们获益匪浅。

- **第19章保护性条款(续)**

禁止设置优先留置权—除了对应于常见的违约事件的保护性条款之外，我们还有必要对其他一些保护性条款作一个简单的讨论。(有关保证可转换和其他参与性特权不被稀释的条款，将在讨论具有投机特征的优先证券的章节中加以介绍。)首先讨论一下抵押债券，我们发现双联合同几乎都禁止对已抵押财产引人新的留置权。不过在企业重组时，如果认为优先抵押权对于今后新资本的招募至关重要，那么对重组过程中发行的债券有时会有例外。

例:1926年，芝加哥一米尔沃基一圣保罗和太平洋铁路公司发行了$107000000利息率为5%的“系列A'，抵押债券，以及$185000000优先级别低于前者的利息率为5%的可转换调整抵押债券，用以替换已破产的芝加哥一米尔沃基一圣保罗铁路公司的证券。双联合同允许公司在今后发行优先级别高于5%系列A抵押债券的任意数量的第一抵押替续债券。53

平等证券条款(Equal一and一ratableSecurityClause)—当一种债券没有担保时，双

联合同几乎都规定，该债券将平等地享受今后所设置的任何对公司财产的抵押留置权。

例:纽约一纽黑文一哈特福德铁路公司在1897年到1908年间出售了一批信用债券，这些债券一开始没有设置任何担保，但是双联合同规定，该信用与今后以公司财产为抵押发行的任何证券享受一样的抵押担保。1920年，股东们决议发行一种第一抵押替续债券，这样上述信用债券自动获得了和新债券一样的抵押担保。虽然它们仍被称为“信用债券”，但已经名不符实了。(不过，该公司还发行过一种1957年到期的利息率为4%的信用债券，这种债券没有设置平等证券条款，因此在新证券之后仍没有得到担保。1932年，该债券售价$30，而得到担保的利息率为4%,1956年到期的“信用债券”在这一年的最低价为$400)54

置产抵押(Purchase一moneyMortgages)—通常的双联合同对公司凭借置产抵押来发行债券没有限制。由于这种抵押品是公司新购置的财产，因此置产抵押债券的发行被认为不会影响到其他债券持有人的地位。不过这种推理并非无懈可击，因为这种债券的发行可能会提高公司债务与股东权益总额的比率，因而可能危及现有债券持有人的地位。

重组中债券类债务的优先级别低于银行债务—有的重组方案规定，在方案实施过程中发行的长期

或中短期债券的要求权的优先级别，低于现期或未来公司所借得的银行贷款的要求权。这种安排的目的是为银行借款提供除了应收帐款和存货之外的进一步的安全保证。风神公司发行的5年期利息率为6%,1937年到期的担保债券就是这种安排的一个例子，该债券是在一个资本重组计划的实施过程中，为了部分替换该公司原有的股息率7%的担保优先股而发行的。该债券在优先级别上要低于$400000的银行贷款。

针对增发同类证券问题的保障条款—几乎所有的债券或优先证券合同都包括了完备的针对增发同类证券的保障条款。这类条款常见的规定是，在债券增发之后，收益较债券本息支付的要求仍高出较大幅度。例如，纽约爱迪生公司规定，除非近12个月以来的合并净收益至少达到包括拟发行债券在内的所有未清偿债券利息费用的2倍以上，否则就不能发行享有第一留置权替续黄金债券—借新债还旧债除外。同样，奥蒂斯钢铁公司如果要发行利息率6%,1941年到期的第一抵押债券，这个比率的要求是2.5倍。55

不过，铁路部门企业一般不采用这类规定收益覆盖率标准的保障条款。总括式抵押(blanket一mortgage)铁路债券合同中用以限制发行新债券的更常用的条款是，长期债务总额不得超过已发行股本

总额的一定比例，而且新发行债券额不得超过新购置财产成本或公平价格的一定比例。(例如巴尔的摩和俄亥俄铁路公司发行的替续和普通抵押债券，和纽约—纽黑文—哈特福德铁路公司发行的第一抵押替续债券。)较早先发行的债券的合同中常常要求被抵押财产控制在相对较低的固定额度内，以此迫使新的融资以发售低级证券的形式取得。这种条款使得“优先债券”—我们在第六章中曾经讨论过—的安全性得到进一步的巩固。

在典型的情况下，只有在能够确保新增资产远远高于拟增债务时，公司才可以发行新的抵押债券。<例如，扬斯敦薄板和钢管公司利息率为5%的第一抵押债券中有$50000000未予发行，这部分债券被保留下来，以备为今后购置新的抵押财产提供75%的融资;太平洋电话和电报公司可以继续发行一定额度的1952年到期、利息率5%的替续债券，为新增和优化资产提供不高于真实购置成本75%的资金;佩尔马凯特铁路公司发行第一抵押债券的额度，最多只能达到新建工程项目或新购置财产的成本或公平价值(取二者中较低者)的80%})

这些保障措施的思路不无合理之处，而且在实践当中也为投资者所关注，但是它们的实际意义却不如人们所设想的那么重要，因为在通常的情况下，有保证的收益表现对于吸引投资者购买新发行

债券是必不可少的。

对营运资金的要求—规定营运资金相对债券类债务保持一定的比例，这不是一种常规的(保障)条款，它仅仅存在于工业类信用债券的双联合同中。规定比例的大小差异很大，对于未达标事件的处罚措施也不尽相同C一些合同规定的处罚仅仅是停止股息的发放，直新该比例重先恢复到规定的标准之上为止。而另一些合同则规定，在这种情况下可以宣布债券的本金提前到期。

例:国民顶点公司发行的利息率为6%,1942年到期的第一抵押债券，其双联合同规定，在速动资产没有达到未清偿债券额150%以上的情况下，股息支付将被停止。莱恩·布赖恩特股份有限公司所发行的利息率6%,1940年到期债券的合同将这个比例设置为125%,美国橡胶公司1940年到期、利息率6.5%的短期债券受到一项更为严格的条款的保护，该条款禁止任何可能导致流动资产总额低于不包括抵押债券在内的总负债两倍的股息发放，并且禁止在可能使得流动资产总额低于所有形式的负债总额的情况下，发放普通股股息。由于这些规定，1928年5月，该公司的优先股股息被滞付。通用烤制公司利息率5.5%,1940年到期信用债券的双联合同规定，流动资产净额必须超过债券类负债的40%，这是发放普通股股息的一个前提条件。由于烤制行业不需要大规

模的营运资金，因此该规定比例的标准较低。

美国机器和铸造公司利息率6%,1939年到期的债券具有双重保护条款，一是除非流动资产净额相当于未清偿债券总额的150%以上，否则禁止股息的发放;二是流动资产净额必须无条件地保持在未清偿债券总面值的100%以上。至于美国发射天线公司发行的利息率5%,1938年到期的债券，该公司同意，在任何情况下将保证营运资金净额相当于未清偿长期债务总额的150%以上。联合洗衣店发行的利息率6.5%,1936年到期债券的合同条款略有些特殊—该公司同意在债券的整个存续期限内，将流动资产总额保持在流动负债总额的两倍以上。

对于工业类债券，制定一些规定营运资金充足度的保护性条款是有必要的。我们已经论证过，在选择工业类债券时，净速动资产对长期负债的比率是分析的专门标准之一。这种标准通常应该在双联合同中加以规定，使得债券持有人有权要求公司在债券的整个生命期中保持合意的财务比率，并且在有关指标下降到一定临界点之下时获得充分的补偿。

在·定的情形下禁止股息分配是合理而且可行的措施。但是将营运资金不足等同于“违约事件”而实施更严厉的处罚，对于债券持有人来说不可能是一种有效或者有利的选择。财务清算有害而不是有利

于债权人的观点就可以充分地说明这个问题。考察一下我们前面所提到的美国发射天线公司发行的利息率为5%的债券，可以注意到，1933年1月31日的资产负债表显示，该公司的营运资金没有达到150%的要求。(流动资产净额为$2735000，仅仅达到价值$2518000债券总额的109%_.)但是，受托人并没有采取任何准备宣布本金提前到期的措施，要求受托人这么做的债券持有人也没有达到有效数量。出于这种原因而进行财务清算可能从各个方面严重损害债券持有人的利益。但是，这种态度意味着，我们所谈论的这一条款不应该被纳入双联合同。56

将投票控制权作为一种补偿—我们建议，在营运资金充足度未能达标的情况下，如果要采取比单纯禁止发放股息更为有效的补偿措施的话，可以考虑将股东的投票控制权让渡一部分给债券持有人。在美国，虽然债券持有人拥有投票权是一个罕见的现象，但也不是绝无仅有的。(例如，第三大街铁路公司发行的利息率5%,1960年到期的调整债券的持有人，拥有选举董事的投票权。如果这种权利得到行使，该债券的持有人就可以在一定程度_L控制公司的经营。)57但是，当公司财务表现没有达到双联合同的有关规定时，赋予债券持有人投票权作为补偿是合情合理的。这种安排对债券持有人来说，当然要比享有指定清算人的权利更为有利。在后一种情

况下，律师们将执意要求签定信托契约(deedsoftrust)，尽管谁都知道他们的这种补救方法常常弄巧成拙。

投资信托债券的保护条款—一不过，对投资信托债券而言，严格的保护条款和充分的补救措施是行之有效的，因而也是必要的。这种债券从本质上讲和银行以可流通证券为抵押所发放的抵押贷款类似。作为银行贷款的一项保护性措施，贷款合同要求抵押品的市场价值必须保持在高于贷款金额一定比例的水平上。与此类似，借款给投资信托公司的主体，应该有权要求被抵押证券组合的价值始终高出融资额足够的幅度，如25%。如果抵押品的市场价值下降到这个标准之下，那么投资信托公司应该采取和其他以可转让证券作抵的借款人同样的措施。它要么应该增加资本金(也就是向股东募集更多的资本)，要么出售证券并以出售收入清偿债务，使得安全边际恢复到规定的标准以上。

债券投资所固有的不利之处使得债券的购买者可以名正言顺地寻求各种可能的保护措施。对于投资信托债券，保持被抵押的证券组合的市场价值高于债券类债务总额的契约条款，是一项非常有效的保护措施。因此投资信托债券的投资者应该要求订立这类保护条款，并且—这也同样重要—他们应该要求这类条款得到严格执行。当证券组合的市场价

值下跌时，股东将深受其害，但这是既定交易的内容之一:股东承诺承担大部分的风险以换取额外的利润。”8

一项对投资信托类债券的双联合同的调查显示，这类保护条款的内容差别很大。大部分合同要求，资产价值高于债务达到一定幅度是增发债券的一个前提条件。净资产相对于长期债务的比例要求从120%(如通用美国投资者公司)到250%(如尼亚加拉股份公司)不等，比较常见的标准是150%,175%或200%。还有的合同对现金股息的发放也施加了类似的限制条件。其相应的限制比例从125%(如国内和外国投资者公司)到175%(中州电气公司规定这是发放普通股股息的前提条件)不等，比较多见的标准是140%或150%。

但是，大部分的债券没有规定资产价值高于债券类债务的无条件的永久性最低限。签定这类契约的公司屈指可数—例如美国国际证券公司、美国投资公司和信赖管理公司，所有这些公司都同意在债券总额以上保持25%的安全边际。但是，上述讨论已经充分阐明，这类条款不应该成为特例，而应该被广为采用。59

偿债基金

现代形式的偿债基金提供了通过公司向基金的拨款定期清偿一定比例的高级证券的功能。偿债基

金回收债券的方式可以是通知赎回，或是密封投标(sealedtenders)，也可以由受托人或公司自己从公开市场上购回。在最后一种方式下，公司将所购买的债券代替现金存人偿债基金。偿债基金一般每年工作一到两次，但是规定每季度甚或每月支付的条款也不鲜见。对很多债券而言，由偿债基金收买的债券并非得到了清偿，而还是“存活着(keptalive)"，即它们仍然计提利息，这些利息也被用于偿债基金的购买，从而使基金以更快的速度壮大。

例:这种安排的一个重要例子是对应于美国钢铁公司发行的两种利息率5%的债券的偿债基金。这两种债券的发行总额为$504000000，其中优先级别较低的债券在纽约股票交易所上市，并在债券市场上以“钢铁偿债者(SteelSinkers)”的绰号为人们所熟知。由于债券利息不断加人基金当中，基金每年的购买支付额从1902年的$3040000增加到1928年的$11616000.(第二年，所有这些债券都被清偿或被购回。)

好处—偿债基金的好处是双重的。不断缩小流通在外的证券规模可以提高证券的安全性，并使得到期日的本金付还压力减小。同样重要的是，偿债基金所引起的对证券的连续而充分的买方需求，形成了对证券市场价位的支持。几乎所有的工业类债券都设置有偿债基金;公共事业类债券有无各半;而

铁路类债券很少建立偿债基金。但是近些年来，偿债基金的设置越来越受到人们的重视，几乎所有类型的长期证券合同中都规定了设置偿债基金的条款。印

有时是不可或缺的—在某些情况下，偿债基金的设置对于保护债券持有人的利益是绝对必要的。当债券的抵押品主要是消耗性资产(wastingasset)时，这种必要性往往就表现出来了。以采掘设备为抵押所发行的债券无一例外地设置有偿债基金，这种基金的年偿债比例较大，并根据采掘的吨数进行调整。不动产抵押债券的偿债基金规模较小，从理论上说，这类债券的发行公司每年计提的耗损(depletion)和折旧备抵应该用于偿还长期债务。

例:一个特殊的重要案例是城际高速运输公司发行的规模庞大的利息率5%,1966年到期的第一抵押替续债券，该债券的本息支付主要以出租一项产权属于纽约市的财产的租金作为保证。显然，通过设置偿债基金的办法，以保证在1967年租约到期之前清偿所有的债券是非常必要的，因为届时该公司的资产价值和盈利能力都将消耗殆尽。烟草制品公司发行的利息率6.5%,2022年到期的债券情况也与此类似，该债券的价值完全决定于美国烟草公司根据一项租约所支付的$2500000年租金。

在上述情况下，缺少偿债基金的支持将后患无

穷。

例:联邦采掘和熔炼公司通过发行一支大型优先股(大约为$12000000)为一家规模庞大的采矿企业提供资金，而这支优先股没有设置相应的偿债基金。1926年，公司公布了$10的普通股股息发放决议，由于矿储逐渐耗尽以及向低级权益股东进行收益分配，优先股的地位岌岌可危，法院采取了行动以保护优先股股东的权益。依据法院的裁定，公司停止发放普通股股息，而将这部分盈余利润用于赎购优先股。

铁汽轮公司发行的利息率4%,1932年到期的普通抵押债券没有设置偿债基金，尽管用作抵押的轮船的价值显然在不断地消耗。这些总面值$50000)的债券发行于1902年，对公司的所有财产(主要包括航行于纽约和科尼岛之间的7艘小型汽轮)拥有第二留置权，级别低于价值$100000的第一抵押债券。在1909到1925年间(包括首尾两年)，公司向普通股股东支付的股息总额达到$700000以上，而且通过偿债基金的运作，第一抵押债券到1922年已得到全部清偿。由于这个原因，利息率4%,1932年到期的债券成为以公司所有财产为抵押的第一抵押债券。1932年，在公司破产之际，这种债券还没有得到任何清偿。1933年2月对抵押财产的拍卖共获售卖款$15050，这部分钱使得每一美元的债券只收回了不足1美分的

本金。如果该债券设置了相应的偿债基金，那么分配给股东的收益也许早就转而用作全额清偿该债券了。

如果一家企业可以被认为是永久性的，那么缺少偿债基金也不一定会对证券的安全性构成威胁。不仅大部分优质铁路类债券属于这种情况，很多优质的公共事业类债券，以及多数达到投资等级的老牌工业类优先股也是这样，例如国民饼干公司的优先股就没有设置偿债基金。因此，更全面地说，偿债基金在任何情况下都只会带来好处，但它也不总是必需的。

以分次到期(SerialMaturities)作为替代方式—通过采用分次到期，设置偿债基金的主要目的也同样可以实现。由于到期的原因每年清偿部分证券，这与通过偿债基金的购买行动逐步减少长期债务具有异曲同工的作用。分次到期相对来讲不太常见，对这种安排的批评可能主要是，它导致同种债券市场价格的多重性。然而在设备信托领域，分次到期比比皆是。出现这一例外可能是由于保险公司和其他金融机构是设备债券的主要购买者，而多种到期日正好为这些公司的特殊需要提供了方便。同样，州政府和市政府所发行的债券也经常采用分次到期。

执行中的问题—债券偿债基金条款实施中所存在的问题，和保持营运资金条款实施中的问题是一

样的。双联合同通常规定，公司未能定期向偿债基金划付收益属于违约事件，受托人可以因此宣布本金立即提前到期，使公司进人财务清算。这种“补救措施”的不妥之处是显而易见的，在利息支付正常而偿债基金支付被拖欠的情况下双联合同中有关的补救条款得到切实执行，这种例子我们至今闻所未闻。当一家公司在继续支付利息的同时宣布无力满足偿债基金的支付要求时，受托人和债券持有人常常并不采取任何补救行动，而只是允许公司将应付未付款项累积后补。更经常出现的情况是，公司就延迟支付偿债基金款项的要求，向债券持有人提出正式申请。这种要求几乎总是得到大多数债券持有人的批准，因为其他的选择只会导致无力偿付事件的发生。即使是城际高速运输公司利息率5%的债券—正如我们所指出的，偿债基金的设置是该债券的一个重要保护措施—也存在着这样的问题。61

我们将讨论的重点放在工业类债券合适的保护条款上，但读者们不应该因此而认为，这些条款的存在就可以确保债券的安全，这是非常错误的观点。一项债券投资的成功与否，主要取决于发行债券企业经营的成功与否，而双联合同条款的作用相比之下微乎其叔。由于这种关系，我们可以发现一个看似矛盾的现象:大萧条中本息支付状况最好的高级证券，双联合同或公司章程的条款往往疏漏百

出。对这个现象的解释是，高品质的证券大部分是老牌证券，在这些证券发行的年代，人们对保护条款的重视程度不如现在这么高。

在附录32中，我们列举了两个截然相反的例子(威利斯一奥弗兰公司发行的利息率6.5%,1933年到期的第一抵押债券，和伯基和盖伊家具公司发行的利息率6%,1941年到期的第一抵押债券)，在这两个例子中，突出的财务统计表现辅以完备的保护性条款都未能使债券持有人在随后的大量亏损年份中免遭损失。不过，虽然我们所讨论的保护性契约不能确保债券的安全，但它们无疑增加了债券安全性，因此努力争取这些条款是值得的。

- **第20章优先股保护条款，低级资本的充足度**

几乎所有的优先股合同中都包括了针对发行优先级别更高的证券的防卫性条款。通常这类条款规定，除非得到三分之二或四分之三优先股股东的同意，否则公司不得发行优先级别更高的股票或抵押债券。当然这种不允许也不是绝对的，因为在很多时候，优先股股东在经过深思熟虑之后可能会认识到，批准发行某种优先证券对他们是有利的，比如当新的债券融资对于规避财务清算十分必要的时候就属于这种情况:1932年艾廷根一希尔德公司的经历为我们提供了这方面的例子。股息率为6.5%的第一优先股的保护条款规定，不得将公司的任何财产作为抵押、留置或增加这些财产的费用，可以例外的只有置产抵押债务、现有抵押债务的展期，以及将流动资产作为正常商业活动过程中向银行借款的保证。由于1932年该公司的财务状况十分危急，优先

股股东通过了一项财务重整方案，该方案包括发行一种总额$5500000、利息率5%的信用债券的计一划，该债券合同包括的若干条款所产生的效果是对固定财产增加了特别的费用。

有必要制定限制无担保债券发行的保护性条款—优先股股东无权限制无担保债务的发行，这是普遍的情况。以美国金属公司为例，1930年，该公司在没有运行优先股股东投票程序的情况下，发行了总额为$20000000的短期信用债券。但是在1933年，公司被迫向优先股股东申请，在该债券到期时以抵押担保的方式发行替续债券。我们认为这种差别是不合理的，因为无担保债务和抵押债务一样，都会对优先股的安全构成威胁。根据通常的规定，优先股股东可以阻止公司发行优先级别更高或与之相同的新优先股和其他任何有担保的债务，但他们对于发行信用债券—无论规模多大—却没有任何发行权，这是毫无道理的。

对信用债券网开一面的理由或许是为了使出于普通商业目的的银行借款更为方便，但是我们应该仔细考察一下优先股合同有关这方面的规定—有关条款现在普遍规定，无须得到优先股股东的同意，公司可以将资产用于抵押以保证“正常商业活动贷款”的安全。62

在资本调整计划(recapitalizationplan)下，当公司

准备发行优先级别相同或者更高的优先股以替换原有的优先股时，经常运行优先股股东的投票表决程序，发行优先级别更高的优先股的目的常常是为了丢弃累积股息的负担。通过赋予新的优先股与老优先股相同或更高的优先级别，原本倾向于反对调整方案的优先股股东常常会接受这种妥协。

例:1930年，奥斯汀·尼科尔斯公司未清偿的股息率为7%的优先股，累积股息已达到每股$21。公司向股东提议:将原股票每股兑换成1股股息率为$5的累积性优先A股，加上1.2股的普通股。经过优先股股东的投票表决，该转换方案获得通过，新的优先A股的优先级别要高于老优先股。结果，大约99%的老优先股实施了这种转换。国际纸业和王牌橡胶公司在1917年和1925年先后对累积股息进行了类似的调整处理。在这些调整实施之后，公司发行了优先级别与原优先股相同的新优先股。

风神公司发行有股息率7%的累积性优先股，该股票的股息支付由拥有该公司所有普通股的母公司——风神韦伯钢琴和自动钢琴公司—担保。一项旨在将年固定股息率从7%降低到3%的资本调整方案在1932年被提出，根据该方案，每$100的优先股可以兑换成一张面值$50、利息率6%的短期担保债券，加上一张面值$50、股息率6%的无担保新优先股—当收益足以支付股息时，股息才具有累积性。新的

短期担保债券和新的6%优先股的优先级别都高于老的股息率7%的优先股，结果老优先股的股东全都接受了这一转换方案。

优先股偿债基金—公共事业和铁路优先股很少规定偿债基金条款，但是，在工业类优先股发行中，提供偿债基金保护条款已成为惯例。优先股持有人从偿债基金中得到的助益和债券持有人一样。而且，有鉴于优先股持有人在合同中处于不利的地位—正如我们经常强调的—优先股的购买者要求受到这类特殊安排的保护的理由更为充分。不过，尽管偿债基金为优先股股东提供一了很大的保护，但是它的存在与否并不决定着优先股安全性的足够与否。在1932一1933年保持着投资性证券地位的21支优先股(第14章中所列出的)中，只有一支存在偿债基金的条款。正如前文所解释的那样，这一佯谬出现的原因在于，几乎所有的高品质优先股都是成熟的股票，而偿债基金相对而言是一种新生事物。

偿债基金提留收益的金额常常确定为未清偿优先股总额的一定比例，最常见的比例也许是3%，以利润额的一定百分比确定提留额的做法也较为普遍。在计算中存在着各种各样技术性较强的具体方法，我们在此不一一赘述。大多数情况下，向偿债基金的资金拨付是强制性的，只要0)优先股股息已经或“准备”全额支付;并且(2)剩余的盈余利润能够满

足偿债基金要求。

少数优先股票还受到保持流动资产净额充足度条款的保护，通常要求流动资产净额必须维持在优先股总额或优先股加债券总额的100%以上。有时，对违反这类条款的处罚只是停止普通股股息的发放(如西德尼·布卢门撒尔公司);而有的公司则规定，在这种情况下普通股的投票控制权将部分让渡给优先股(如A"G"斯波尔丁兄弟公司的规定，营运资金总额必须相当于优先股总额的125%以上)。

股息支付违约事件发生后的投票权—第二类常用的与投票权有关的优先股权益保护条款在股息滞付事件发生后生效。正如我们所知，这些规定只适用于累积性优先股。从投票权生效的时间和对公司控制程度的大小来看，这类安排差别很大。一些公司(如风神公司股息率7%的老优先股和皇家烧烤粉公司股息率为6%的优先股)规定，一旦股息被滞付，投票权立即转移。而另一个极端是，投票权的转移要到股息滞付后8个季度方才生效(如布伦斯维克一鲍克一科伦德公司)。通常的生效时滞期是一年。赋予优先股的权利可能是:0)投票选举全部的董事;(2)单独推选大部分的董事;(3)单独推选少数董事;或(4)获得与普通股同等的选举

权。

对应0)的例子:1932年12月，迈克森和罗宾斯公司

优先股股息被滞付，4个季度之后，优先股股东获得了独占性的董事选举权。

对应(2)的例子:1933年，哈恩百货公司的优先股得到了推举多数董事的权利，因为在此之前的4个季度中股息被滞付。

对应(3)的例子:在6个月股息被滞付的情况下，环球电影公司优先股股东有权推举两名董事;当任何一个季度的欠付股息没有在一年之内补足的情况一下，布鲁克林和昆斯运输公司的优先股股东便有权选举三分之一的董事。

对应(4)的例子:如果4个季度的股息没能按期支付，城市制冰和燃料公司的优先股股东将和普通股股东拥有同等的投票权。63

最后一类安排的价值看来基本上取决于优先股规模是大于还是小于普通股。如果大于，那么平等的投票权将使得优先股可以有效地控制公司的决策;但是在大部分情况下，优先股的规模往往小于普通股，因此这种投票权很可能形同虚设。

非累积性优先股需要更多的保护—上文中简单介绍的种种保护措施还应该受到一些更为本质的批评。首先，人们普遍认为，这些特殊的投票权条款应该只适用于累积性优先股，而我们反倒觉得，单单把非累积性优先股排除在外是最不合理的。在股息支付的违约事件发生时，非累积性优先股股东显

然有更充分的理由要求在董事会中安插他们的利益代表，因为他们现期损失的股息无法在未来得到补偿。我们认为，应该订立这样一个财务原则，即任何一类现期股息未得到全额支付的优先股，都应该在董事会中拥有专门的代表自己利益董事。

另一方面，我们感觉到，在优先股股息未能如期支付的情况下，完全清除董事会中普通股股东利益代表的做法也是不合适的。董事会成为优先股股东的天下可能使普通股股东受到很多不公平的对待，例如，故意不偿还欠付的优先股股息，使得优先股股东可以永远把持对公司的控制权。董事会中存在少数表现活跃的优先股股东，即使不能左右正式投票的结果，也可以有效地限制不公平或不合理的做法。

有关投票权的一般原则—根据以上讨论，一个有关投票权的一般原则已经形成。标准的安排应该是，每种优先股和普通股在任何情况下都拥有分别选举一些董事的权利。只要优先股股息得到定期支付，让普通股股东推选大部分董事是合理的;但是如果优先股—无论累积性的或非累积性的—的股息被完全滞付，那么推选大部分董事的权力由优先股股东来掌握也是理所当然的。

为了保证优先股的权益具有充分的安全性，投票控制权的转移不仅应在股息滞付时进行，在偿债

基金支付未能践约或营运资金没有达到规定标准时，也应采取这种补偿措施。一些公司的章程中包括了全部这三重对优先股的保障条款，如贝尤克雪茄公司和A-G·斯波尔丁公司的有关条款正是如此。

优先股投票控制权的价值令人怀疑—客观地看待这个问题，必须承认，赋予优先股股东投票控制权并不一定会对他们有好处。在某些情况下，他们的这种特权可能得不到有效的行使，在其他一些情况下，尽管优先股持有人被赋予了有效的权力，但他们往往过于被动—或者盲目听信其他人毫无道理的指手划脚—以至于难以有效地保护自己的利益。这种补偿措施在实施中的局限性可以用一个例子来说明，即梅泰格公司。

1928年，该企业(生产洗衣机)进行了资本重组，并发行了以下证券:

100000股股息率为6%的累积性第一优先股。

320000股股息率为3%的累积性优先股(第二优先股)。

1600000股普通股。

开始，这些股票中的大约so%由梅泰格家族掌握，后来该家族通过投资银行，将它所持有的第一和第二优先股转售给了公众，此举使他们个人(不是公司)净赚$20000000，而该家族通过掌握普通股继续拥有对企业的控制权。该公司的章程规定，两种

优先股都不具有投票权，除非某一种优先股的股息连续4个月未能按期支付。如果发生了这种情况，两种优先股的投票权合在一起，将有权推选多数董事。1932年，两种优先股的股息均被滞付，结果在1933年，这两种股票的持有人获得了公司的投票控制权。

令人匪夷所思的是，该公司董事会在1932—1933年间的人事变动只是一名董事主动辞职，他是一家证券发行所的合作伙伴，并被认为是董事会中优先股股东利益的代表。剩下的5名董事全都是执行经理(operatingofficals)，立场上倾向于普通股股东。与此同时，这两支优先股的价格分别下跌至$15和$3.125，而初始发行价格分别为$101和$50,,

整理一下该事件的来龙去脉，我们看到，一家企业的私人所有者对外出售了对公司利润的优先要求权，并因此赚取了大量的个人收入。为了保护公众在企业中的利益，当股息滞付持续一定期限之后，优先股股东被赋予了对企业的投票控制权。这一事件伴随着优先股价值的灾难性跌损。但是，新的投票控制权并没有得到行使，普通股股东仍然在董事会中占据主导地位，甚至主导的优势更为彻底。

华尔街人士或许会抱着这样的态度看待这一事件:由于公司在任的管理层工作踏实并且精明强

干，因此更换董事将是多此一举，甚或是不明智的。我们认为这种推理没有抓住问题的根本点。诚然，公司的经营管理应该具有连贯性;也许—决不是一定-一刊弋表优先股东利益的董事所倡导的有关高级证券的财务政策，会和认同普通股息益的董事会如出一辙。但是问题的关键在于，这些政策必须由优先股股东推选出来的董事占多数的董事会来制定，这样才能够使得优先股股东的权利得以体现。无论董事会的成员更换是否会引起公司政策的变化，董事的推选过程应该根据公司章程的规定来进行。如果不是这样的话，投票权条款就将有名无实，而仅仅成为以实际并不存在的保护措施吸引优先股票购买者的一个幌子。64

推荐采用的解决办法—笔者认为，对诸如梅泰格公司这类事件的合适的解决办法是非常明确的。优先股股东本身对于提名和选举代表他们利益的董事没有什么有效的方法，这种责任有必要由证券发行所来承担，而发行所应该公正无私地履行这种职能。它们的职责是:0)取得在册的优先股股东名单;(2)向这些股东通报他们所拥有的新权利;和(3)向他们推荐一批侯选董事，并取得股东的同意，代表他们对候选人进行投票选举。发行所当然应该推荐一些能够充分胜任目标职位的候选人，这些候选人不能和普通股中的任何大利益集团有所瓜葛或立_场接

近，如果这些人本身就是大的优先股股东将更为有利。

很可能—不是有可能—优先股股东推选出来的董事能力有限，或由于其他原因不能有效地代表股东的利益。但这不能成为反对优先股股东拥有和行使投票权的合理根据。普通股股东—乃至公民—的投票权也存在着同样的问题。解决这个问题的办法不是剥夺这种法定权利，而是教育和引导。

保证低级资本的充足度—最后我们想要提请债券持有人和优先股股东注意一种保护性规定，这种规定从技术上讲至关重要，但却常常为双联合同和公司章程的条款所忽略。这就是保证低级资本的充足度。我们在前文中曾经强调过这样一个原则，即低级资本的充足度对于任何理性的固定价值投资来说是一个必不可少的考察因素。除非一家企业的价值高于它的负债总额，不然的话以5%或6%的利息率向该企业贷款是不谨慎的做法，这是一个人所共知的常识。但是很多人并不知道这样一个事实:公司法允许股东在贷款发生之后，撤回几乎所有的股本和盈余。操作办法之一是，通过合法程序将资本量额削减到一个有名无实的极低水平，再把这部分削减下来的剩余分配给股东。债权人在限制这种做法方一面无能为力，除非在贷款合同中订立了限制这种做法的保护条款。

削减法定资本(statedcapital)的权利所带来的危险—让我们试着用一个假想的例子来说明这个问题的严重性。一家经营分期贷款业务的公司，拥有股本和盈余$2100000。该公司打着拓展经营业务的幌子，通过发行20年期利息率为5%的信用债券，向公众借人了$2000000。从表面上看，公司收益和股东权益都足以保障债券的安全性。随后，公司的业务开始缩减，因此出现了大量的闲置现金。通过股东的投票表决，公司决定将股本额减少到$100000(从理论上讲可以减少到$1)。股东以资本返还的形式回收了$2000000的现金。

此举的效果是，股东通过债券持有人提供的资金恢复了原有的资本规模，但是他们继续拥有对企业的控制权，并且超过5%债券利息以_L的利润完全归他们所有。债券持有人会发现他们正处于一个荒唐的境地:在提供所有的资本的同时，承担了所有的风险，而且无法染指正常利息以上的利润。事情发展到这一步是极端不公平的，但是很显然这样做是合法的，除非债券的双联合同禁止任何将导致股本和盈余降低到一定限额以下的对股东的利益分配，这样才能防止这类情况的发生。

通过直接以现金的形式回收股本，撤走债券持有人的“缓冲保护层”—就象我们假想的例子中那样—是罕见的现象，或许还没有先例，但是异曲同工

的例子在实际当中确有发生，大量的营业亏损之后，通过削减股本的方式一笔勾销资产负债表的赤字就可以达到这种效果。

例:在第38章中，我们将讨论一个当属此类的很不寻常的案例，即城际一大都市公司案例。在这个例子中，为了掩盖盈亏项目的赤字，股东决议削减公司的法定资本。进行了这种处理之后，带有明显的一次性色彩的收益以股息的形式派发给了股东，而不是保留在公司中用以保护债券持有人的利益，持券人后来蒙受了巨大的损失。为了在现行法律下达到削减股本的目的，与有名无实的公司进行“合并”的方法应运而生。与此相同的伎俩也被一些公司应用于资本重组计划当中，如1926年中部皮革公司和1932年凯利一斯普林菲尔德装饰公司都曾采取过这类行动。

作为30年代大萧条的一个结果，无数的股本削减计划在没有征询债券持有人意见的情况下，在各个公司由股东投票通过。大部分这类削减计划都采取将无平价股票转换成低平价股票的方式来达到，常用的辅助性手法是冲销无形资产和减计固定资产价值。这种在资产负债表的一边减计资产价值、另一边减计股本的做法从债券持有人的角度看没有什么特别的意义，除非这种做法导致折旧费用的计提低得不合理，从而可以使股息支付随心所欲。但是

在大多数这类计划下，大量的资金从股本项目转移到了盈余项目，这样做是为了吸收未来的营业亏损，并且可以在过去的亏损尚未弥补之前，继续股息的发放。

例如，雷明顿·兰德股份有限公司将其普通股从无平价转换成$1的平价，又通过将公司自己拥有的股权注销，使得普通股的设定价值(statedvalue)从$17133000减少到了$1291000。这一差额中的$7800000对应着无形资产的减计，$2300000以标低厂房价值帐户来平衡，另有$400000通过杂项减计和增加准备帐户金额来平衡，剩下的大约$5350000则从股本帐户转移到了盈余帐户。

纽约造船公司、华纳兄弟电影公司、H"F-威尔科克斯石油和煤气公司和斯摩伊德公司都推行了类似的削减方案。国民顶点公司曾经两度降低股票的平价，192,4年从$50降低到$10,1933年又从$10降低到$1，这种做法使得该公司的法定股本从最初的$25000000减少到$500000。再看看资本管理公司的情况，该公司不仅降低了普通股的设定价值，而且股息率为$3的累积性优先股也被象征性地设定为$10这样一个低价。

一些证券能够抵御这种危险—有一些债券持有人是比较幸运的，他们所购买的债券的双联合同包括了相应的保障条款，这些条款规定，除非公司的

资源价值比债务总额高出足够的幅度，不然不得向股东分配股息和其他利益。对于雷明顿·兰德股份有限公司发行的利息率为5.5%的信用债券，信托契约(trustindenture)的条款中规定了三重保护措施，它们是:

1.现金股息只能从收益盈余中支付。

2只有当扣除了拟派发股息后的有形资产净额达到长期债务的175%以上时，才可以分配现金股息。

3.不得注销总额超过$3500000的股票—除非是用新增实收资本或盈余。

第三项条款直接限制了通过赎购优先股和普通股的方式来削减低级资本的做法。如果禁止公司购进(acquisition)(而不是注销)自己的股票，该条款将更为有效。

上述这些类型的保护性条款被很多—但决不是所有的一一双联合同所采用。(例如纽约造船公司所发行的债券就没有包括这类条款，上述通过股东投票决议而削减了法定资本的两家公司也是这样。)从前文的讨论可以清楚地看出，这些契约条款对债券可靠的安全性是非常关键的，尽职尽责的证券发行所和有头脑的投资者都应该坚持将这些条款写入双联合同中。

优先股股东对这种做法的尴尬态度—优先股在这类事件中的立场比较特别。对于保待充足的低级

资本而言，优先股股东和债券持有人有同样的利益所在，但是，引起资产负债表赤字的亏损不仅从法律上限制了普通股股息的支付，优先股股息也将难以为继。有鉴于此，优先股持有者非常希望削减普通股的设定价值，这样可以消除盈亏项目的赤字，使得他们可以继续获得股息。在这种情况下，他们对保持低级资本充足度的兴趣被对股息分配的更大渴望所压倒。(例如在1921年底，蒙哥马利·沃德公司的盈亏项目赤字达到$7700000，致使优先股股息被滞付。看到这种情况，这支股票的持有人支持将优先股的设定价值从$28300000降低到$11400000，以此消除资产负债表的赤字，从而可以对优先股继续发放股息，并使得累积股息得以偿还。)

这种盈亏项目赤字的局面有时甚至被普通股股东所利用，以此要挟优先股股东作出大的让步。一个臭名昭著的例子是:中部皮革公司曾经实施了一个重组方案，结果形成了一个继任公司—美国皮革公司。在这个过程中，优先股股东由于表决同意削减法定资本而付出了很大代价，他们被迫放弃了累积股息的要求权，并同意取消未来股息的累积性特征。

优先股股东既需要特别的保护条款，也需要投票权来保护自己的利益—这种考虑和我们在前文中所讨论的优先股作为一种投资媒介的形式所存在的

缺陷是一致的。以限制低级资本被撤回的方式来保护这类股票的利益并不特别困难，这种做法很普遍，而且应该继续下去。[65]但是从优先股股东的角度看，有效地应付由于盈亏项目赤字所引起的问题是困难的，这要求代表优先股息益的股东能够完全控制公司的政策。由此看出，优先股股东在发生股息滞付事件后能够掌握足够的投票权是何等重要。

- **第21章对所持投资的管理(附注)**

“永久性投资(PemianentInvestment)”的传统概念—仅仅几年以前，“永久性投资”还是一个金融业的股票专业词汇。它定义的是谨慎的投资者所采取的典型的购买策略，具体来说可以包括3个方面的特征:0)准备无限期地持有某种投资性证券;(2)不考虑本金价值的波动，仅对每年的投资收入感兴趣;和(3)对影响公司发展的因素的变化概不关心。根据这个定义，购买了一种上乘的投资证券之后，除了息票和股息支付日以外，尽可以将它们束之高阁、抛诸脑后。

这种对待高品质投资的传统观念，在1920一1922年的萧条年代中第一次受到了人们的怀疑，一些持有被认为是万无一失的证券的投资者遭受了巨大的损失。随后7年的景气复苏时期对不同类型投资性证券的影响大异其趣，以至于一些曾被认为完美得无懈可击的证券—即被冠以“金边证券(gilt一edgedsecurities)”美称的证券—所遭受的损失与日俱增。因此在1929年市场崩溃之前，一个华尔街的新

警训已经形成，即购买投资性证券时的疏忽大意会导致无穷遗患，因此定期对所持证券进行仔细分析或精心管理十分必要。这个与过去的实践分道扬镳的原则常常被概括为这样一句格言:“永久性投资根本不存在。”

定期分析所持证券是必要的—但是非常麻烦—固定价值投资的实践教训无疑证明了上述新观点的正确性，但是应该认识到，如果对所持证券都必须进行这样的管理的话，固定价值投资概念的根本意义将受到严峻的挑战。也就是说，如果在一开始穷思极虑的选择过程之后，还必须随时小心呵护的话，投资于这种证券岂不是得不偿失吗?设想一下，当一位典型的投资者遵循我们所推荐的谨慎的选择标准进行投资以后，他将从一组不同公司所发行的证券中获得平均5%的收益。这个5%的回报率要比从美国政府所发行的公债中能够获得的3%的回报率高得多，也要比储蓄银行所提供的3.5%或4%的储蓄利率更有吸引力。但是，如果我们不仅考虑到作出正确的证券投资选择所耗费的精力，还考虑到在持有期中反复不断的检查，以及无法规避的资本贬值或完全丧失的风险，那么必须承认，有充分的理由可以从总体上否定固定价值投资的价值。其实，长期地、无忧无虑地持有投资性证券的传统观念有其合理的内在逻辑，即如果持有某种证券会使

人牵肠挂肚的话，那么这种证券就不值得购买。

其他选择—客观地说，过去10年的投资实践所指引的未来方向无疑已经从固定价值证券领域移开，转向了0)美国政府债券或储蓄银行存款;或(2)明确的投机性操作，即通过技巧上的功夫来降低风险、增加利润。但是，当我们出于整理事实和贯彻逻辑的需要介绍了上述结论之后，不得不立刻指出，这个结论的实际价值应该打一个大问号，因为它从根本上与投资公众的心理规律和金融智慧相矛盾。人们不会心甘情愿地接受3%的投资回报，相反，他们愿意花费更多的精力并承受少量风险，而将投资收益率提高到5%。在对储蓄银行的3.5%或4%的回报率和上市投资性证券的5%的回报率进行比较选择的时候，以上的好恶取向同样发生作用。加之投资者们感到，储蓄银行在运用储户的存款进行投资时，肯定也面临一定的风险，而且，投资者们常常盲目自信地认为，他们有能力和储蓄银行一样有效率地运用自己的钱进行投资。这使他们更加坚定不移地选择投资于证券66a

第二种变化方式—即用投机来替代投资—对于通过储蓄或商业利润积累资本的典型个人来说，实在是太冒险了。疏忽大意、人性的贪婪、浮躁的心理、交易成本、在内部人和操纵者左右下的市场中的被动地位，这种种不利远远超过了投机在纯理论

意义上的优越性，即以盈利机会回报所承担的风险。我们曾经一再反对，在缺少以利润的形式存在的补偿机会的情况下，让投资本金承受明显存在的风险。但是我们并没有倡导以投机代替投资，而只是指出，机智的投机要优于不合理的和卤莽的投资方式。我们确信(正如本书导言中所指出的)，一般而言，即使是接受过充分的金融学训练的投资公众，从事固定价值投资—如果倍加谨慎地进行选择的话—所获得的结果，要比从事投机操作有利得多。从事投资的结果很可能令人失望，但果真如此的话，从事投机的结果将是灾难性的。

因此，我们的认识在转了一圈之后又回到了原点，即固定价值投资是一种有价值的活动。很显然，定期对持有投资性证券进行复查和分析，对于减少风险和损失都非常必要。那么这种管理应遵循什么样的原则和实践方法呢?

系统化管理的原则和问题;调换(switching)—众所周知，投资者应该每隔一段时期就对他所保有的证券进行一次检查，以认定它们是否仍然具有足够的安全性;他将把那些安全性出现了问题的证券调换成其他更好的证券。在进行这种“调换”的时候，投资者必须准备接受由于出售所持证券所带来的损失，这些损失应从投资总收益中扣除。

早些年，在投资管理的实践中，这种策略非常

行之有效。高品质知名证券的市场价格具有稳定地粘着于发行价格的特点，当一些证券内在价值不断贬损的问题未被分析手段查实之前，这种变化通常难以从市场价格中反映出来。因此，警觉的投资者有机会将这些证券及时转售给那些麻痹大意的冤大头们，后者被这些证券的声誉所迷惑，相对同类证券而言要低一些的价位也吸引他们去购买。这个过程中所存在的任何伦理道德问题在无情的市场看来根本无足挂齿，它只能被认为是一种对聪明人的奖赏和对失察者的惩戒。

证券价格逐渐敏感—近些年来，投资性证券逐渐失去了所谓的“价格惰性(画ceinertia)”的特征，市场报价对有关公司状况的任何实质性恶化都能作出迅速的反应。这种变化大大增加了以保持投资性证券的质量为目的的调换操作的难度。在证券的安全性受到的任何破坏显现出来之前，证券价格可能已经跌落到了投机性的价位，甚至到了与收益的滑坡不相称的更低的水平。(这种价格超跌现象的一个原因是，一种明显不利的变化趋势对价格产生了比实际收益指标更为剧烈的影响。)由于证券持有者不愿遭受大损失的天性，加上当前的售价可能过低这一合理的推测，使得他们感到只能以投机的方式持有这种证券。

提高安全边际标准以消释疑虑—解决这种困难

的唯一有效途径是，对投资证券的选择力求尽善尽美。数量检验所显示的侯选证券的安全边际，必须远远超过所推荐的最低标准，使得在收益锐减的情况下，证券的安全性仍不成问题。遵循这种策略，投资者在持有期将发现，只有很小比例的所持证券会遇到麻烦。这样做还方便了投资者在所持证券的表现较其他证券更优的情况下—这样市场价格可能还不至于被动摇—从容地进行调换操作。

案例和结论—举一个更为贴近实际的例子，假设投资者购买了通用烤制公司发行的利息率为5.5%的债券(第6章中曾经介绍过)，公司收益对该债券利息的比率平均为20倍。如果公司利润的下滑致使保障倍数降低到了4倍，投资者可能打算将该债券调换成另一种保障倍数为8到10倍的证券(如果能够找到的话)。根据这些假设，他以购人价格出售通用烤制公司债券的机会是相当大的，因为这种证券的安全边际仍足以令人心动。但是如果公司收益的下降趋势造成了债券价格的剧贬，则持有人将保留该债券以免遭受巨大损失。即便如此，持有人仍有理由认为，他所投资证券的安全性并未面临任何实质性的威胁。

在深度萧条和市场动荡时期，这种对安全边际高标准、严要求的投资策略将被证明是一种明智之举。不过，劝说所有的投资者将其作为标准的投资

策略是不切实际的，因为这类具有强支撑的证券为数过少，而且更重要的是，在现期的景气所助长的乐观主义氛围下，让投资者们倍加小心谨慎地行事是违背人的天性的。67

萧条期中应采取的策略—假设投资者在选择固定价值证券进行投资时，没有采取极端谨慎的态度，那么在经济萧条期中，他将遇到什么问题，他又应该采取怎样的对策呢?如果衰退的深度比较温和，那么他所投资的证券只会受到轻度的全市场性的冲击，证券的内在安全性受影响的程度更小。如果出现了类似1930-1933年这样的萧条，他将不必指望所持证券能够逃脱市场价格一泻千里、安全性每况愈下的厄运。但是任何合理的固定价值投资策略都应该假定，规模如1930一1933年的大动荡从本质上讲是一场空前绝后的浩劫，因此不必处心积虑地加以提防。而如果1921一1922年的情形可以被视作"具有重复性的严重萧条"的话，那么精挑细选的投资组合在这种时期将显示出突出的优越性。投资者不必因为公司现期收益的下降而急于出售那些过去记录良好的证券。不过他可以更用心地关注所持证券安全性的恢复状况，他还可以不时地从深思熟虑的调换操作中获益。

"价廉物美(bargain)"的证券—当一种证券的安全性和市场价格都遭受折损后，持有人将寻机将其调

换成另外一种安全性较高，但价格不比原证券高的证券。在下一章中，我们将讨论以大幅度的折价购买安全证券的可能性。尽管这种“价廉物美”的机会肯定不多见，但是通过仔细而没有偏见地对大量债券和优先股的检验，可能会发现它们的踪迹。大部分具有这种特征的证券常常默默无闻而且交易不甚活跃，因此典型的投资者往往不敢贸然直接购买68，因为无论发行这些证券的公司的财务统计指标多么突出，投资者们仍然担心低价格可能暗示着某种不为人所知的隐患。经常的做法是，投资者们购买这些证券以替换手中原有的有问题的证券，因为这种替换很少会带来风险的增加，而且很可能意味着一种改进。

投资咨询和指导的来源—对所持证券的管理涉及到由谁来管理和如何管理的问题，投资者可以选择不同的主体来进行管理，这些主体主要包括:

1.投资者自己。

2.他的帐户所在商业银行。

3.一家投资银行(或承稍商)。

4.一家纽约股票交易所会员公司。

5.大信托公司的咨询部。

6.独立的投资顾问或管理服务公司。

后两类机构提供收费性服务，2到4三种机构提供免费的咨询和信息。

商业银行的咨询意见—投资者不能仅仅凭借自己的智慧进行投资，除非他所接受的训练和经历完全达到了专业咨询人员的水平。在大部分情况下，他至少应该吸收其他人的意见来补充自己的判断。就有关投资事宜向存款帐户所在银行咨询的做法非常普遍，而且很有益处，对于小投资者而言尤其如此。坚持这样做的话，投资者可以基本上免遭压力很大的股票承销商所玩弄的骗人把戏和他们所兜售的一文不值的“蓝天(bluesky)”证券的损害。不过，商业银行是不是投资者寻计问策合适对象，这一点值得怀疑。尽管商业银行的判断常常切中要害，但提供咨询的人员的证券知识不免流于肤浅，并且不能要求他们腾出大量的时间，对委托人所持的证券和有关疑问进行必要的透彻分析。

投资银行的咨询意见—对投资银行所提供的咨询服务存在着另一种反对意见:不能指望一个保有证券挨机出售的机构，来提供完全公正无偏的指导意见。无论出于多么合乎职业道德的初衷，不自觉的自私自利倾向必然影响到判断的过程。当这些意见是由债券销售商—他的生计来源于劝说顾客购买他的公司“压在手上”的债券—提供的时候，这个问题更为突出。确实，声誉卓著的承销商认为自己在一定程度上理所当然应该对委托人负责，尽其所能为委托人提供好的建议并卖给他们合适的证券，这不

仅符合健康的商业活动信条，更是职业道德规范下的义务。

不过，证券销售不是一种职业，而是一种商业活动，因此必须遵循商业活动的规律。尽管在典型的交易中，为买者提供足值的商品和带来满意对卖者有好处，但有时它们之间会发生尖锐的冲突。因此，要求投资银行公正无私地为证券购买者出谋划策是不切实际的，而且从某种意义上说是不公平的。概而言之，投资者过于信任证券销售商的意见是不明智的做法。

纽约股票交易所会员公司的咨询意见—对于大的股票交易所会员公司的投资部门，情况有所不同。尽管客户的交易涉及到这些机构的物质利益，但是它们的意见往往比较深入，而且完全没有偏见。股票交易所会员公司通常不持有待售证券。它们有时参与辛迪加承销业务，这种业务的佣金要高于普通的市场业务。它们扶植某一特定证券的兴趣不如持有证券的承销商那么大。说到底，股票交易所会员公司的投资业务部或债券部的重要性，更多地体现在它们是公司信誉的标志，而不是体现在它们的赢利功能。一些攻击性言论指出，这些部门已经成为了投机机构，然而它们为谨慎的投资者提供必要的服务这一点，就可以成为回击指责的理由之一。因此，如果投资者就少量债券的购买事宜向大

型的股票交易所会员公司进行咨询的话，他们将得到和委托费价值相称的服务。应该看到，虽然这是一种不起眼的业务，但它们将为会员公司带来远期利润，因为肯定有一部分债券持有人会变成活跃的股民。从会员公司的角度看，可以说它们并没有努力劝说从事债券投资的客户转而进行股票投机，但是经纪人事务所的气氛不可能不对客户产生影响。

投资顾问公司的咨询意见—尽管以付费的方式开展投资咨询不是什么新鲜事，但是直到最近，它才发展成为一项重要的金融业务。现在，开展这项业务的有大信托公司的特殊部门、统计服务公司的分支机构以及定位于投资顾问或投资咨询领域的私人公司。这类机构的优势在于，它们可以做到完全的不偏不倚，它们既没有证券销售方面利益瓜葛，也不对委托人的交易收取佣金。主要的缺点在于服务的收费偏高，平均每年要收取投资本金的0.5%。如果对投资资金严格按照这个标准收费的话，佣金费用相当于年收益的十分之一，这是一个不小的数字。

为了使收费显得不那么昂贵，一些私人的投资咨询公司往往张罗着为委托人提供债券市场未来走势的预测，并向委托人建议买卖的时机。但是投资者能否成功地抓住市场的机遇进行债券交易，这一点令人怀疑。如果能够预测到债券市场的走势，股

票市场的走势也应该可以被料定，这样的话交易股票无疑比交易债券更具有技术上的优势。我们不相信任何收费的咨询机构具有预测债券或股票市场走向的能力，并且我们深信，一方面为高品质投资的选择出谋划策，另一方面又指点债券价格的走势，任何将这两者结合起来的努力从根本上说都是不合逻辑和令人困惑的。投资者非常希望能做到及时地贱买贵卖，但是经验证明这种努力往往是徒劳无功的。如果把交易操作引人投资实践，投资资本收益的稳定性将被破坏，而且必然会使投资者的兴趣转移到投机方面。

在标准的高品质投资领域，收费咨询的方式能否行之有效，这一点目前还是一个疑问，因为在这种形式下，投资回报相对而言较低。在纯投机领域中，存在着对收费咨询方式的攻击，理由是，如果咨询顾问知道该怎么做的话，他就不必干咨询这一行了。或许证券投资顾问这个行当应该在中间区域寻找一展拳脚的领地，在这个区域，顾问们可以处理有关投资贬值的问题、建议投资者进行有利的调换，以及向投资者推荐售价大大低于内在价值的安全证券。

*主要根据净速动资产换算的清算价值指标，有时会比股票市场价格更好，但在选择高质量投资方面，前者很少有什么重要的意义。

**请参考我们在本书第50章中有关福克斯电影公司1933年12月发行的票面利率为6%的债券的讨论。

***怀特和肯布尔编写的《铁路抵押图表集和摘要》提供了铁路部门抵押品的详细图表，包括有关路轨的情况，并附有数据和详细描述。

该书涉及了美国所有的主要铁路路段。(货运交通详细图册》及由H"H·科普兰和纽约之子汇编的数据(他们在一大批大型投资机构中私下分发)更是一些费尽心机的研究，它们记载了每项抵押所包括的路轨的特点、数量和起止地点。

1.标准统计公司在计算固定费用时，舍去了对一些小项目的计算，这些项目开始就以“杂项扣减”的形式从总收益中扣除。我们在这里使用的方法比较简单，但计算结果却和标准统计公司的结果基本一致，因此如果手边有这个公司的统计结果的话，计算中也可以使用。

2附录20详细列示了各个地区的这些比率，并给出了一些情况特殊的例子。

3一与非经常性收入有关的会计处理问题，我们将在第31到33章详细论述(可特别注意阅读第33章，这一章提供了很多例子)。

4.参见附录21的例子。

5.参见附录22的例子。

6、可参考威廉"Z"里普利所著的(主街和华尔街》(波士顿1927年出版)中第172一175页及333一336页有关这个问题的尖锐批评，特别是后面的几页。还可以参考本书第34章对折旧费用问题的进一步探讨。

7.但是在很多州，这种有害的做法却受到有关规制储蓄银行对公共事业债券投资的法律中的宽松条款的鼓励，这些条款允许在刨除折旧之前进行收益检验。例如在佛蒙特，在计算电话公司的净收益时要减掉折旧，但计算煤气、电力、供水和公共运输业的净收益时却不用减折旧。参见附录23，该附录就美国投资银行协会的各种委员会对债券募集公告中折旧费用的处理的规定进行了评价。

8此后公布的数字显示，制冰业务的规模超过了总业务规模的一半。

9.1932年，公共事业服务公司陷人破产清算的境地，该公司信用债券的持有者因此失去了他们的全部投资。

10.参见附录24中用3种方法对联合照明和铁路公司财务报表数据进行计算的结果。

11.一些作者将存货排除在“速动资产”概念之外，但包括在“流动资产”当中，这种区别可能是有意义的，但现在这种定义还没有成为标准。

12.通用烤制公司在1932年间达到了这个标准，

包括通用烤制公司在内的18家企业中的13家，仅现金资产一项就超过了它们的借人债务总额。

13.参考我们在第44章介绍股东和经理人员的关系时对这个问题展开的进一步讨论。

14.我们没有将标准石油出口公司发行的股息率为5%的优先股、匹兹堡一韦恩堡和芝加哥铁路公司发行的股息率为7%的优先股和其他担保优先证券(guaranteedpreferredissues)包括在内，因为它们对担保人而言实际上相当于一种信用债券。

15.指滞付股息具有累积性和递延性。—译注

16.在计算所得税的应税利润过程中，要从收益中扣除债券利息，但不扣除优先股股息。

17.以大幅折价购买的优先股，或购买具有转换特权或其他利润分成特征的优先股，都属于另外一类完全不同(和典型的优先股相比)的契约，我们将在后文有关具有投机特征的高级证券的章节中讨论。

18.指不能转换成任何其他形式的证券也无其他特权的投资性证券。—译注

19.607种优先股中的70种的市场报价即使在证券发行所也无法查到，因此投资者的损失无疑要大于对537种优先股进行统计的结果。有关此项研究更详细的内容请参阅:阿瑟.S-杜因，《经济利润在投资回报中的角色》，载(哈佛商业评论》第工卷，第

451,461-462页;阿瑟·S.杜因，(公司的财务政策》，第VI册，第2章，第1198一1199页，纽约，1926年。

20.罗德基·罗伯特·G,(作为长期投资的优先股》，安·阿伯，密歇根大学出版社，1932年。

21.参见附录25有关罗德基先生研究方法的简单概括以及对这些方法的批评意见。

22.在上一章列人高品质优先股名录的21支股票中，有11支存在在先债券，它们中5支属于公共事业类、1支属于铁路类，另外5支属于工业类(工业类股票总共巧支)。

23.参见附录26，该附录对投资类教科书作者经常忽略这个要点的现象进行了评论。

24.作为一个例子，请参见下面引自R"E-巴杰所著的(投资原理和实践》(纽约，1928年)中的几段话:

“与此类似，一般的规则是，为了保证安全性，平均来说工业类债券的利息必须拥有至少3倍的保障倍数”(第306一307页)。“笔者认为，对工业类优先股而言，如果在一年的时间里，收益没有达到费用和股息要求总和的至少两倍，这种优先股就应该被认为是投机性的”(第309页)。“可以比较肯定地认为，如果收益达到费用总和—包括控股公司债券的利息费用—的两倍，那么该控股公司的债券可以被认为是优质的。与此类似，如果收益达到优先费用和优先股股息要求总和的1.5倍，我们将看好该控股

公司的这支优先股，’(第414页)。

25.岛港煤炭公司优先股的公布平价为$1，美国铅锌熔炼公司优先股的公布平价为$25，但是两种证券的股息率都为每股$6，在清算期分别按照每股$120和$100计算，显然它们的真实平价都为$l000

26.战后唯一一支重要的向股东或公众发售的“普通”非累积性优先股，是圣路易斯一旧金山铁路公司优先股。伊利诺伊中央铁路公司非累积性优先股附有可转换权，以吸引购买者。

27.1907至1929年间，在堪萨斯城南部铁路公司普通股股东一无所获的情况下，股息率4%的非累积性优先股股息却得到按期支付，这是对应于上述结论的一个突出的例外。圣路易斯西南铁路公司股息率5%的非累积性优先股，在1923一1929年间全额股息得到按期支付，同期普通股却没有得到任何股息;但在随后更长的一段时期中，尽管公司收益足以支付普通股股息，但这部分股息却被完全或部分滞付(从而无可挽回地丧失)。

28.德伊诉美国铸铁管道公司，94N.J.玩389123Ad.546(1924)af'd.96N.J.Eq.738126Ad,302(1925);莫兰诉美国铸铁管道公司，95N.J.Eq.389,123Ad.546(1924)，all"d,96N.J.勒.698,126Ad.329(1925).

29.瓦巴什铁路公司等诉巴克莱等，

280U.S.197(1930)该案推翻了巴克莱诉瓦巴什铁路公司案的判决，30Fed.(2d)260(1929).参见A.

A.伯利和G.C.米恩斯(现代公司和私有产权》第190一192页的讨论。

30.例如以下一些股票的条款:联合货栈公司A类可转换优先股、风神公司股息率6%的A类优先股、美国铸铁管道公司可转换第二优先股。

31.以美国轿车和铸造公司股息率7%的非累积性优先股的记录为例，在1928年以前的很多年里，该优先股的售价始终高于美利坚烟草公司股息率7%的非累积性优先股。到1929年为止，前一支股票不间断的股息支付已经持续了30年，并在这以前的20年中，股价从未跌落到$100以下。但在1932年，该股票的股息被停付，随即市场价格也跌至$16。与此类似，股息率为5%的艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司的非累积性优先股，在1901到1932年间始终保持全额支付股息，并长期被视作一种金边投资(咖一edgedinvestment)。直到1931年，该股票的售价仍高达$108.25，只比历史最高价低半点，收益率也仅为4.6%。但就在第二年，该股票价格跌至$35，再往后一年，股息也下降到$30.这些公司是:通用电气、美国烟草和谷物制品加工提炼。密歇根大学罗德基的研究在一定程度上认识到了这一点，他把总量未达到股本和盈余10%的债券剔除在外。

33.它是由米尔沃基湖岸和西部公司在1881年发行的总值$500000、利率6%的收入债券，1891年由芝加哥和西北铁路公司承担了还本付息义务，并于1911年到期付还本金。圣路易斯—旧金山铁路公司发行的6%收入债券和6%的调整债券于1928年按平价被提前赎回，在到期日之前的存在期限分别达到32和27年。此举后来被证明对持有人来说是一桩幸事，因为该铁路公司于1932年进人财务清算。圣路易斯—旧金山铁路公司1916年从财务清算中复生，又于1932年重蹈财务清算覆辙，在这段历史中，投资和投机者被该公司几年短暂而乏力的复苏和兴旺所迷惑，漠视其不良的前科记录和倒金字塔形的资本结构，而将该铁路公司的证券划人高等级投资之列，终于为这种轻信和大意付出了代价，这是一个突出的案例。

34.联合煤气和电气公司采用了一种特殊的融资方式—由公司决定是否可转换成优先股的“债券”，使公司在节省税收的同时，避免了定期债券所带来的负担。收入债券的形式对投资者的误导性远不及这种特殊的发明。

35.瓦巴什铁路公司利息率6%,1939年到期的非累积性收益信用债券提供给我们一个异乎寻常的例子。合同规定该债券的利息“从净收入中”支付。尽管被称作一种信用债券，但它以直接留置权

(directlien)为保证，并且比瓦巴什铁路公司一般抵押替续债券的优先级别更高。虽然合同条款规定它是根据收益状况支付利息的非累积性债券，但是尽管公司在1931年进人财务清算，并且在1932年滞付了低级抵押债券的(固定)利息，从1916年到1933年，该公司始却终定期支付前一种债券的利息。

36.参见附录27，该附录简要描述了这个著名案件的来龙去脉。

37.参见附录28，该附录对这番论述进行了进一步的评述并提供了一些例子。

38.敏锐的投资者从西部联盟电报公司的年度报告的报表中可能已经发现了出现这种结果的可能性。从1913年开始，该公司所持有的美国电报和电缆公司的股权每年都有所减计(writtendown)，到1932年，每股价值被减计至大约$10.

39.参见附录29，该附录提供了一些支持性数据。

40.“合股”这个名头意指不同的利益主体拥有股权，但是它可能会使投资者们形成一个错误的理解，即，每家银行的债务都受到某种整个银行集团的连带责任的保证。

41.大量的合股土地银行债券在1930—1932年间拖欠利息支付，大部分这种债券以清算价格出售，而所有的这类债券价格都跌至投机性价格水平。与此

相反，联邦土地银行债券不但没有出现任何利息拖欠现象，而且它们价格下跌的程度也相对比较温和，始终保持在投资性的价位上。联邦土地银行债券投资者的这种幸运得多的经历，部分是由于美国政府对这些银行股本的认购以及这些银行所接受的更严格的监管的结果，但是连带担保和多重担保的存在无疑也助益匪浅。

还应该注意这样一个问题:很多州将合股土地银行债券规定为信托基金的法定投资，甚至直到1932一1933年仍沿用这种规定，尽管这些债券的安全性明显不足。

42.例如匹兹堡一韦恩堡一芝加哥铁路公司优先股和普通股，根据该公司与宾夕法尼亚铁路公司签定的一项为期999年租约，可以获得7%股息率。这些股息同时还得到了宾夕法尼亚铁路公司的担保。

43.杜因在他的(公司的财务政策》一书(纽约，1926年)的第152一153页，对担保债券作出了如下评论:“确实，控股或控制公司支持一家盈利状况不良的子公司的债券的利息或租金的支付，这种情况或许存在，但这仅仅是出于经营战略的考虑;一个几乎颠扑不破的道理是:一种担保债券的实力不会比发行这种债券的公司的实力，以及该债券所对应资产的盈利能力更强。”在脚注中他又补充道:“……由于它(圣安东尼奥和阿兰萨斯过路铁路公司)对南太平洋

公司铁路的经营战略的重要性，因此担保公司明智地补足了债券利息的差额。”

很显然，这段话错误地阐释了担保义务的重要性质。南太平洋公司补足圣安东尼奥和阿兰萨斯过路铁路公司债券的利息差额，不是所谓“明智决策”的结果，而是一种强制性义务的结果。担保债券的实力有可能比发行债券公司的实力强得多，因为这种实力来自于债券持有者所拥有的对发行和担保两家公司的双重要求权。

44.附录30通过纽约和哈莱姆铁路公司和莫比尔和俄亥俄铁路公司的例子，对担保和租赁业务中的一些有趣的环节进行了简单的讨论。

45.例如，洛氏股份有限公司利息率6%,1941年到期的信用债券，其利息偿付比率显然很高，但是该公司的租赁状况却不为人所知，这为对该公司证券进行分析带来了困难。

46.从实际情况看，即使没有这样的承诺存在，出于母公司存在于子公司的经济利益和其他商业原因的考虑，前者也可能对后者的债券提供保护。不过，这种考虑只有在投机性购买(即，存在资本利得收益的机会)的前提下，才可能是有所帮助的，但这种考虑不能成为以纯粹的投资性价格购买证券的理由。准确地说，以$45的价格购买联合制药公司5%债券或许是一次聪明的投机，但以$93的价格购买该

债券却不是明智的投资决策。

47.威克怀尔·斯潘塞钢铁公司在1927年被指定了清算人，而直到1933年底，这些清算人还在处理财产，在此期间第一抵押债券的持有人没有得到一分钱。

48.此处的16指债券的市场价格。下同—译注

49.正如第50章中所指出的，菲斯克橡胶公司利息率8%的债券后来被(市场)证明价值接近$100，而利息率5.5%的债券的价值也在$70以上。

50.工业写字楼公司在1932—1933年实施的重组，将固定利息债券转换成收入债券，这是不以牺牲任何股东利益为代价的妥协方案的一个突出例子。对这个例子的详细讨论请参见附录310

51.在写作本书的时候，法院正在对沙克诺法案的合宪法性(constitution-ality)进行裁定。

52.取消持反对意见的债权人在价值—甚至是清算价值—评估方面的权利，在工业公司重组过程中有时会造成不公平的局面。

53.1933年，圣保罗公司被获准发行一些新的第一抵押替续债券，这些债券被用作美国政府提供的短期贷款的质押担保品。

54.在一些特殊的情况下，先发行的信用债券将获得对后发行的抵押债券所对应的抵押品的优先留置权。

例:国民发射天线公司利息率6.5%,1947年到期的信用债券，和该公司的承继公司所发行的利息率为5%,1946年到期的收益信用债券都属于这种情况。

55.保障优先股股东利益的类似条款可以参考以下例子:纽约统一煤气公司股息率$5的优先股、北美爱迪生公司股息率为$6的优先股、卢德卢姆钢铁公司股息率$6.5的优先股、戈斯姆丝袜公司股息率7%的优先股。

56.1933年，G-R·金尼(鞋业)公司发行的利息率7.5%,1936年到期债券，和巴德制造公司发行的利息率6%,1935年到期的第一抵押债券也发生了类似的情况。1934年初，美国发射天线公司要求它的信用债券持有人修改有关营运资金充足度和偿债基金支付的条款，然而对债券持有人的让步却没有提供实在的补偿。值得一提的是，公司要求进行这种修改的理由不是债券持有人可以因此采取某些补救措施，而是“双联合同定义的技术性违约(technicaldefault)”与公司的银行借款计划相冲突。

57根据一项协议，莫比尔和俄亥俄铁路公司利息率为4%,1938年到期的普通债券的持有人拥有了对公司事务的投票控制权，每$500债券拥有一票。(这种债券中的大部分由南部铁路公司拥有。)

58.如果资产的市场价值跌至长期债务的100%以下而形成无力偿付债务的局面，债券持有人有权要

求采取立即的补救措施，不然的话就为股东完全以债券持有人的资本从事投机活动创造了可乘之机。

59阿勒格尼公司利息率5%,1949年到期的证券抵押信托债券的募集公告指出，(资产对债券类债务)150%的覆盖率是一项强制性的要求。但是双联合同的条款却规定，未能达到该覆盖率的要求不构成违约事件，处罚措施仅仅是停止股息分配，并由受托人扣留被抵押的证券所带来的的收益。

60.1933年，州际商业委员会大力建议铁路公司采用设置偿债基金的办法来分期偿还它们的既存债务，芝加哥和西北铁路公司遂据此宣布了一个方案，但是方案的细节却不太理想。

61.1922年出台的自愿再调整方案将这些债券的偿债基金支付推迟了5年，大约75%的债券持有人接受了这一修改条款。

62.不过应该注意到，近年来的一个发展趋势是，公司在发行“长期债券、中短期债券、信用债券和任何期限在一年以上的债务合同”以前，都必须征得优先股股东的同意，以此避免信用债券的发行对这些优先股安全性的影响。具有这类保护条款的证券包括:肯德尔公司股息率$6的参与优先股;卢德卢姆钢铁公司股息率$6.50的可转换优先股;梅尔维尔鞋业公司股息率6%的第一优先股;盖姆维尔公司股息率$6的优先股;A"M·拜尔斯公司股息率7%的优

先股。在老股票中，卢斯—怀尔斯饼干公司发行的股息率为7%的第一优先股具有这类保护条款。

63.杜邦公司的“无投票权信用股票”(一种优先股)的合同条款提供了这类规定的一个特殊的变种。如果该优先股在任何一个日历年的收益低于9%，则这类股东将拥有和普通股股东同等的投票权。如果股息滞付超过6个月，优先股股东将得到排他性的投票权。

64.必须补充说明一下，梅泰格公司股息率$6的优先股的股息在1933年10月重新开始支付，累积欠付的股息也在1934年得到偿还。

65.例如，通用美国投资者公司的章程规定，如果对普通股派发股息或分配其他利益，可能导致每股优先股所对应的净资产低于$150，这种分配将被禁止。州际百货公司的章程规定，对普通股股东发放因法定资本减少而产生的资本或盈余之前，必须得到三分之二优先股股东的同意。

66.如果我们假设所有的追求5%收益率的投资者都把自己的资金交给储蓄银行托管，那么固定价值投资的问题将依然存在，只不过这些问题将完全由金融机构来面对，而不是由金融机构和个人投资者共同面对。

67.不过我们必须提醒读者们注意，很高的利息费用保障倍数本身，并不构成对证券安全性的充分

保障，无论利息保障倍数多么高，只要出现营业亏损，它都将化为乌有。因此，正如我们在第二章中分析斯塔贝克公司案例时所强调的，内在稳定性是一个关键的标准。

68.意指增加性购买，即不是为了替换持有证券而购买。—译注

- **第22章质优价廉的高级证券，附权证券**

从现在起，我们将开始讨论笔者所归纳的证券分类法中的第二大类证券，即购买者认为本金价值将会大起大落的债券和优先股。在本书导言的讨论中(第s章)，我们将这一大类证券细分为两个子类:一种是由于安全性不足而具有投机特征的证券;另外一种是由于具有可转换性或类似特权使得市场价格大幅度波动，因此而表现出投机特征的证券C

一种中间类型的证券

实际上，还存在着第三种债券和优先股，既可以把它们归入现在讨论的这一大类中，也可以认为它们的性质介于固定价值高级证券和投机性高级证券之间。这些证券的特点是，虽然它们被购买者认为是一些安全的投资品，但是售价却非常低，因此具有资本增值的可能。很多读者可能会怀疑如此诱人的特点组合是否真的存在，因为从常理上说，债

券和优先股的低价格必然是一种缺乏安全性—原因可能是显而易见的，也可能是不为人所知的—的表现。不可否认，在绝大部分情况下，这种关系是成立的。不过，就实际情况而言，证券市场的价格并不是其价值百无一失的量度，因此总有一小部分价格停留在投机性水平的证券，实际上达到了严格的投资性证券的标准C

初出茅庐的投资者显然不应该醉心于发掘这类“质价俱优的证券”，因为他种种努力的结果可能是误打误撞地拣回一些劣质证券。但是对于那些经验老道而且足智多谋的分析家，这个规模有限的证券领域可谓机遇丛生。如果一位分析家掌握了选择优质的固定价值投资的技巧，他就可以在发现低价安全证券方面最有效地运用这些本领。这项工作需要对成百上千的证券进行深人分析，挑出屈指可数的几种符合要求的侯选者，然后让它们接受吹毛求疵式的核查，以发现任何深藏不露的缺点。

在市场极度混乱时期，如1931一1933年，这种质优价廉的证券会增多。在低价证券组中，可以发现为数惊人的、即使在萧条最为深重的时期财务表现依然强劲的证券。在下表中，我们列出了一批上市债券和优先股，它们在1931年和此前一年的财务指标完全达到了所有的有关安全性的数量检验标准，而在1932年，它们的市场价格对于投资性证券而言

实在是低得异常。如果以1932年很低的股票价格为基础，上表(见表22一1)中的某些债券不能达到我们所设定的股票价值比率检验的标准。但是考虑到当时的市场条件十分反常，而且股票价值检验只是一种次要的检验，我们不相信这个缺憾会动摇它们作为高品质投资的地位。由于优先股在合同地位方面的劣势，上表仅包括了同时达到两项检验标准的优先股。

在阐述“价格和价值相背离”问题的本书最后一章中，我们将较为深人地讨论高级证券中可能出现质优价廉证券的典型条件，这些知识对于发现这类有吸引力的证券将大有帮助。另外，对低价格原因的充分的解释—如果和内在价值无关—将消释分析家心中对价格可能反映未知危险的疑虑，使他更加坚信自己的判断。

表22—1价值低估的证券

| 债券 | 1932一对应于最低债 | 对应于最低价的收益率，% |
|---|---|---|
| 美国制冰公司：利息率5%、l953年到期信用证券 | 52 | 10.95 |
| 布鲁克林城市铁路公司：利息率5%、l941年到期第一抵押债券 | 50 | 15.50 |

| | | |
|---|---|---|
| 布鲁克林联盟高架铁路公司：利息率5%、1950年到期第一抵押债券 | 60 | 9.79 |
| 切萨皮克和俄亥俄铁路公司：利息率4.5%、1995年到期替续债券 | 60 | 7.55 |
| 投资者权益公司：利息率5%、1948年到期信用债券(三大陆公司承担本息债务) | 55 | 10.65 |
| 欧文斯一伊利诺伊玻璃公司：利息率5%、1939年刊期信用债券 | 650) | 13.20 |
| 壳牌输油管道公司：利息率5%、1952年到期信用债券 | 56.875 | 10.10 |
| 烟草制品公司(新泽西)：利息率6.5%、2022年到期债券 | 73.5 | 8.85 |
| 太平洋联盟铁路公司：利息率4.5%、1967年到期信用债券 | 58 | 8.16 |
| 电动打火装置公司：股息率7%、累积性优先股 | 61 | 11.48 |
| 通用雪茄公司：股息率7%、累积性优先股 | 75 | 9.33 |
| 通用铁路信号灯公司：股息率6%、累积性优先股 | 65 | 9.23 |

| | | |
|---|---|---|
| 金尘公司：股息率6%、累积性优先股 | 70 | 8．57 |
| 迈克安德鲁斯和福布斯公司：股息率6%、累积性优先股 | 57．5 | 10．43 |
| 美国石膏公司：股息率7%累积性优先股 | 84．875 | 8．25 |

（1）高于上市前的场外交易价格。

（2）根据承继该债券的布鲁克林和民斯运输公司的财务数据计算得出。数据取自1932年6月30日之前的5年。

(3)根据承继该债券的纽约高速运输公司的财务数据计算得出。数据取自1931年6月30日之前的5年。

(4)未计算。所有的优先股由布鲁克林一曼哈顿运输公司及其子公司拥有。

(5)根据公司创立起整两年(1930和1931年)的数据计算得出。收益覆盖率根据三大陆公司的净收益计算得出，未包括1930年出售证券所得利润和1931年出售证券的亏损。承继的5%的现金资产收益和投资者权益公司持有证券组合头寸的净市场价值，被计人三大陆公司1930和1931年的收益。

（6)根据承继该债券的三大陆公司的财务数据计算得出，三大陆公司购并投资者权益公司时增发的

股票也计算在内。合并以后，每$1,000债券所对应的以现金和有价证券形式存在的净权益，在1931年12月31日达到$6,896.47

(7)根据1932年5月2日向纽约股票交易所申请上市时所提交的合并损益帐户计算得出。在计算这个比率时，采用了包括新债券和购并伊利诺伊太平洋海岸公司时承继的其他债务在内的合并长期债务的数据。

(8)1928-1931年4年的平均数。承保该债券本息的壳牌联合石油公司的收益对壳牌输油管道公司固定费用的比率的5年平均值为2.89，其中1931年最低，为负的3.22

(9)末计算。所有的普通股由壳牌联合石油公司拥有。最低价出现日，壳牌联合石油公司对该债券的股票价值比率为0.37。

00}将其当作美国烟草公司的债券进行计算得出，美国烟草公司根据一项租约的条款，承保了该债券的本息支付。

01)该数字的意义是收益对利息、子公司优先股股息和母公司优先股股息的比率。根据1929一1931年(包括首尾两年)的数据计算得出，1927一1928年的有关数据查不到。

具有投机性特权的高级证券

除了享有对固定数额的本金和收入的优先要求

权以外，一种债券或优先股有时还被赋予分享普通股收入流的权利。这些特权一共有3种，包括:

1.可转换权:赋予持有人根据规定的条款将高级证券兑换成普通股的权利。

2.参与权:持有人凭借这一特权获得额外的收益，这种收益的数额通常取决于普通股股息发放的数额。

3.认购权:凭借这一权利，债券或优先股持有人可以按规定的价格、在规定的期间内购买规定数量的普通股票。[1]

由于可转换权是以上3种特权当中最为人们所熟知的，因此我们常常用“可转换证券”一词泛指所有的附权证券(PrivilegedIs-sues)。

这类证券形式上具有吸引力—凭借以上3种特权条款之一，一种高级证券便具有了企业的普通股所享有的所有的获利机会。因此从形式上讲，这种证券是所有证券中最具吸引力的，因为它们结合了最大的安全性和无限的资本利得机会。一种既符合高品质投资性证券的所有标准，又拥有有利可图的转换特权的债券，无疑是奇货可居的。

它们作为投资性证券的效果差强人意:原因—尽管附权证券作为一种投资的形式具有上述优越性，但我们却发现，这类证券的实际经历常常难如人意。这种形式和具体表现之间的反差是由于两个不

同的原因造成的。

第一个原因是，只有一小部分附权证券真正符合高品质投资的严格标准，可转换的特征往往是对安全性不足的一种补偿20

1926—1929年间是可转换证券风行一时的年代，也正是证券的安全性最为屏弱不堪的时期3。在这一期间，总体上看，实力雄厚的工业企业往往通过发行普通股来取得融资，而实力较弱—或资本化程度较低—的企业则倾向于借助发行附权证券的方式。

第二个原因与从可转换特权中赚取利润的条件有关。可转换债券的价格虽然有可能上涨到任意水平，但是在这些证券仍保持着投资性证券地位的价格范围内，持有人能够获取的利润量却是有限的。当一种附权证券和普通股同时出现在市场上时，前者的价格很快就会跟随着普通股市场报价的涨跌而上下波动，以至于持续地持有附权证券成为一种投机性的操作。一个例子可以说明这个问题:

我们假设，一位投资者以平价购买了一种利息率为5%的高品质债券，每$100的该债券可以转换成两股普通股(即转换价格为$50)。在购买债券时，普通股的价格为$450

第一种情况:(a)如果股票价格下跌至$35，债券价格可能仍保持在接近平价的水平。这说明可转换证

券对比普通股来说，明显存在着某种特别的优点。(b)如果股票价格上涨到$55，债券价格很可能上涨到$115或更高。(它的“直接转换价值”为$110，但是由于它比普通股具有其他一些优势，因此加上一定的溢价是合理的。)这说明这种可转换证券无疑存在着投机机会。

第二种情况:股票价格继续上涨到$65。该债券的转换价值变成了$130，因此它的市场价格将为$130或更高。到了这个地步，债券的原始购买者将面临一个问题。在很大的范围内，该债券的未来价格将完全决定于普通股价格的走向。为了寻求更大的利润，他必须拿已经到手的利润—由持有证券市场价格中的很大比例构成—去冒险。(普通股市场价格的下跌很可能使债券价格从$130跌回$1000)如果他选择继续持有该债券，那么他的角色非常接近于一个股票持有者，而且价格越高，这种相似程度越大。例如，如果当债券价格达到$180股票价格为$90)时，他仍然持有该债券，这时从任何实际意义上说，债券持有人的所处的地

位和面临的风险都与一个股东完全一样。

和普通股的地位一样，这种证券可以获得无限利润—附权证券所具有的无限制的赢利机会，从某种重要的意义上来说是令人心动的。这种机会与债券或优先股的所有权无关，它们来自于经过转换所

获得的普通股股东地位—就和持有无转换权债券的人将债券卖掉、再买成股票的效果一样。从实际情况看，当可转换证券仍保持着投资性证券的有利特点时，赢利幅度的范围通常限定于它的面值的25—35%。由于这个原因，一般的附权证券的原始购买者在持有期中的赢利，一般只是最成功的持有人从市场交易中所获得的最大斩获的一小部分，因此他们实际上不会获得这种可能的巨大利润。所以在这个领域中，盈利未必能够抵消由于碰上这类证券中的劣质货所造成的损失。

有吸引力的附权证券的例子—上文对附权证券的两个弱点所进行的讨论，应该已经大大冷却了我们对这类证券的热情，但是这些弱点并不能完全否定附权证券与生俱来的魅力，也不意味着不存在从这些证券中充分渔利的机会。尽管大部分新发行的可转换证券安全性不足，但是例外的情况仍不乏其例，机敏的投资者最感兴趣的正是这些例外。我们从公共事业、铁路和工业部门的公司中分别挑选了3个突出的例子介绍给读者。

1.美国电话电报公司利息率6%,1925年到期的可转换债券—这种中期债券最先是在1918年以$94的价格向公司的股东发行的，到期收益率为7.10%。公司的财务表现充分保证了该证券的安全性。这种债券被允许从1920年8月1日到1925年8月1日期间以1兑

1的方式转换成公司的普通股，但是债券持有人每兑换1股股票要额外支付$6，累积利息和股息则进行相应的调整。

1918年8月31日，债券的市场价格为$94.875，普通股票的价格为$98.5。从价格上来看，债券和股票几乎在同一个水平上，换句话说，股票价格再略微上涨就可为可转换债券的持有人提供一个获利的机会。在1920年10月，当可转换权进人生效期时，债券价格为$95.25，同时股票的售价为$97.5。在随后的5年中，股票价格稳步上扬，可转换债券的市场价值也相应提高，1925年达到了$136.5

2.切萨皮克和俄亥俄铁路公司利息率5%,1946年到期的可转换债券—该债券于1916年6月向股东出售，1920年4月1日之前，该债券可以$75的转换价转换为普通股;1920年4月1日至1923年4月1日期间，转换价为$80;1923年4月1日至1926年4月1日期间为$90;1926年4月1日至1936年4月1日期间为$1000

1924年底，这种债券可以在平价基础上‘(也就是说，没有表现出可转换特权的溢价)以接近票面价值的价格从市场上购买到。具体地说，1924年11月28日，价格为$101，同时股票价格为$91。当时，公司的收益表现出持续增长的态势，标志着债券的安全性充分。(1924年固定费用保障倍数为两倍)。转换权的价值在第二年显现出来，当时股票的售价为

$131，将债券价格抬高到了$1450

3.兰德·卡戴克斯衣拒公司利息率5.5%,1931年到期的债券—该债券1925年以$99.5的原始价发行，附有认股权证(stock-purchasewarrants)(1927年1月1日之后成为可分离的“)，持有人在1926年中有权以$40的价格购买22.5股的A类股票;1927年每股的认购价为$42.50;1928年为$45;1929年为$47.50;1930年为$500(A类股票实际上是一种参与优先股。)按照权证规定实施认购权时，可以用债券支付价款，债券价值按平价计算，该条款实际上使得债券可以转换成股票。

该债券表现出足够的安全性。在债券发行前几年的财务指标中(根据前身公司的收益计算)，收益对新发行债券利息的覆盖率分别为:

年份利息保障比率（倍）

1921——————1.7

1922——————2.3

1923——————6.7

1924——————7.2

1925(9个月)——12.2

速动资产净额比债券票面总额高两倍。

当债券向公众发行的时候，A类股票的市场报价为42左右，表明认购股权具有立即实现价值(immediatevalue)。第二年，股价攀升到$53，同时债

券价格达到$130.5。到了1927年(这一年兰德·卡戴克斯衣柜公司和雷明顿打字机公司合并)，股票价格涨至$76，债券价格高达$1900

没有吸引力的附权证券的例子—为了与前面几个例子作一个对比，我们在这里介绍一种金玉其外、败絮其中的证券，它是1928一1929年间市场所发行的债券的一个典型。

国民贸易杂志公司利息率6%,1938年到期的可转换中期债券一一该公司组建于1928年2月，收购并出版大概12种贸易杂志。1928年11月，该公司以$97.5的价格出售了总额$2800000的这种中期债券。从发行之日起至1930年11月1日，每张债券有权转换成27股普通股(即每股的转换价格为$37.03)";在此之后直至1932年11月1日可转换成25股普通股(即转换价格为$40);在债券存续期的最后两年，转换价格逐渐抬高到$52.630

在发行日和随后的几个月中，与相应的股票价值相比，债券的市场价格仅比转换可得股票的市场价值略高一些。具体地说，11月30日，可以按97.50的价格从市场上购得债券，同期股票的售价为34.125，这意味着，只要股票价格再上涨两个点(point)4，转换利润就会出现。

尽管募集公告描绘了一幅动人的图景，但是该债券所表现出来的安全性却始终不足。募集公告声

称，该公司的前身公司在债券发行前3.5年中，“估算”收益对拟发行债券费用的比率为4.16倍。但是该估算收益中的将近一半来自于通过减薪等途径所节省出来的预期收益。谨慎的投资者不应该过分相信这些收益，对于这种有形资产相对较少，并且风险性大、竞争激烈的企业而言更是如此。

刨除前文中谈到的估算“收益”，债券发行后的安全保障比率如下表所示:(表22一2)

1931年6月，清算人被指定。这一年的8月，公司财产被出售，债券持有人每$1面值后来只得到了8.5美分的补偿。

总结出的原则—从这些对比的例子中，我们可以总结出一个对于指导附权高级证券的选择大有裨益的投资原则。这个原则就是:一种售价接近面值或比面值更高的附权高级证券，必须要么满足纯粹固定价值投资的标准，要么满足纯粹普通股投机的标准，投资者必须严格按照这两个标准之一来决定是否购买。

以上两种选择提供了选购附权证券的不同方法。可以将这种证券当作一种具有偶然的源于资本利得的获利机会的高品质投资来购买;或者将它们主要作为普通股投机的一种有吸引力的形式来购买。概言之，不能抱着双重目来购买。投资者不能为了追求表22一2

表22—2

| 年份 | 债券价格波动范围 | 股票价格波动范围 |
| --- | --- | --- |
| 1925 | | |
| 1926 | | |
| 1927 | | |
| 1928 | 100—97．5 | 35．875—30 |
| 1929 | 99—50 | 34．625—5 |
| 1930 | 42—10 | 6．375—0.50 |
| 1931 | 10．50一5 | 1 |

*估计数。每股收益数字中扣除了估算的联邦所得税税额。

**1928年后10个月和随后几年的收益数字采用实际收益数字。

可转换特权而降低对投资本金安全性的要求;投机者也不能因为债券合同所提供的表面的安全性，而倾心于差强人意的特权。

我们之所以反对任何介于纯粹投资和完全投机之间的中庸态度，是从主观的角度考虑的，因为一旦立场暧昧，结果必然是混乱、糊涂和自我欺骗。那些为了获得利润分享特权而放松安全性要求的投资者，对于由于时运不济而造成的不可避免的损

失，常常并没有作好资金上或精神上的准备。同时，对于那些希望通过操作可转换证券来降低风险的投机者来说，他们的兴趣往往分散到了企业本身和特权条款两个方面，到最后可能自己也说不清他们到底

是股票持有者还是债券持有者。(这个原则不适用于以大幅低于平价的价格出售的附权证券，因为他们属于投机性高级证券中的第二类，我们将在以后的章节中讨论。)

回到前面列举的例子，即使不考虑美国电话电报公司利息率6%可转换债券的可转换特征，作为一种投资性证券来购买它也是值得的。在债券发行时期，这种特权很可能具有的价值使得这种债券更加独具魅力。类似的评价也适用于切萨皮克和俄亥俄铁路公司和兰德·卡戴克斯衣柜公司所发行的这类债券。对于那些确信与债券相联系的普通股将升值的投机者来说，这三种债券中的任何一种都是具有吸引力的。

与这些债券相反，国民贸易杂志公司所发行的信用债券将无法通过严格的有关安全性的质量和数量检验。因此只有那些对未来股价的走势充满信心的人，才会对它感兴趣。不过有一点是肯定的，大多数购买这种债券的人主要目的并不是为了对国民贸易杂志公司的普通股进行投资或投机，他们无非

是看中了可转换特权的有利条款，并且觉得将该证券作为一种债券投资“还算安全”。这正是我们所反对的介于纯粹投资和纯粹投机之间的中庸态度，因为购买者对于他的承诺或所承担风险的的目并不明确。

有关保留或出售的原则—在叙述了选择附权证券的基本指导性原则之后，我们不禁要问:保留或出售已购证券时应该遵循怎样的原则呢?主要看中了可转换成普通股这种权利形式的购买者，可以比那些出于投资目的的购买者更耐心地持有这种证券，直到获得较大利润。如果前一类购买者持有债券的价格从$100涨到了$150，这种大幅度的溢价本身并不构成出售该债券的主要理由，持有人应该通过判断普通股的价格是否已经上冲乏力，以决定斩获利润的时机。但是，对于一个以投资于安全债券为主要目的的购买者来说，这种溢价已经触及了谨慎的态度所允许获取的利润的上限。原因在上文中已经详细讨论过，即谨慎的附权证券购买者持有这种证券的价格区域应该限制在25—35%的溢价之内。这意味着，可转换证券领域中成功的投资者持有这种证券的时间不会太长。因此，应该报着对长期持有的可能性的心理准备和潜在利润早日实现的希望来购买附权证券。

以上讨论引导我们认识了另一个投资原则，即:

一般情况下，投资者不应该实施可转换债券的转换权C

不错，当特权看起来具有某种优越性时，这种优越性在于特权所提供的转换机会。如果债券价格高涨，现期收益率将跌到一个毫无吸引力的水平。此时如果把债券转换成股票，通常将获得可观的利润，但是与此同时，持有人却放弃了对本金和利息的无条件的优先要求权，而这正是他购买债券的初衷。如果在实施转换之后形势发生了不利的变化，他所持有股票的价值可能会跌落至购买债券的初始成本以下，这时他所损失的不仅是利润，而且还包括一部分的本金。

除此之外，危险还来自于自己所扮演的角色的变化—既是特定立场上的又是总体上的—从一个债券投资者变成一个股票投机者。应该认识到，即使是品质优良的可转换债券也存在着危险性，它对于疏忽大意的人可以变成一种圈套。为了规避这种危险，投资者必须抱定谨慎行事的决心。当持有债券的价格超出了投资性价格区域时，他应果断出货。最重要的是，如果债券价格在这之后上涨到比卖出价高得多的水平，他不应该对先前的判断自怨自艾。当价格进人投机性区域后，这种证券的市场行为和其他任何投机性股票的价格变化遵循同样的规律，投资者对这些规律一无所知，因而也和他们不

相干了。

如果投资者基本上按照这里所推荐的原则行事，那么只有那些决意要通过这种特殊的途径来获得股票进行投机—或可能是投资—的人，才会行使转换权。5反对投资者实施转换权的理由，同样可以成为反对实施出于投资目的购买的债券所附的认股权的根据。

在合适的条件下，一个持续的投资于附权证券的策略要求，不断地收获利润，并将持有证券更换成按不过分的溢价出售的另一种证券。更具体地说，以$100的价格购买的债券，将以—比如说—125的价格出售，把持有债券更换成另一种可以按接近平价的价格购得的可转换证券。这种尽如人意的机会并不随时存在，投资者也无法发现既存的所有机会。1933年以后，人们极有可能发现存在着比前一时期更多的确有价值的可转换证券。尽管附权证券在1926到1929年间大量充斥市场，但是它们中的大部分投资品质低劣C在1931一1933年，投资需求极度疲软的状况集中表现在，人们对安全性的要求如此严格，以至于可转换权在新债券的发行中几乎销声匿迹。一旦市场的钟摆从极端复归中位，我们会发现，为了推动一些优质债券的发行，参与权的特征会重新受到重用，象美国电话电报公司1918年发行的利息率6%债券这样的投资机会，将再度出现在细

心而精明的投资者眼前。

# • 第23章附权高级证券的技术特征

在前一章中，我们对附权高级证券的考察集中在它们与投资和投机的宽泛原则之间的关系方面。为了从实际的角度对这一类证券有一个充分的认识，我们现在必须对它们的特点进行更深人的探讨。这种讨论可以方便地从3个连续的层次依次展开:0>3种特权—可转换权、参与权和认购权(即“认股权证”)—的共同之处;(2)和其他特权相比，每种特权的相对优点;(3)每种特权的技术特点，逐一进行讨论。“

考察附权证券的一般性方法

一种利润分享特征的价值的大小取决于两个主要的、但却完全互不相关的因素:0)这种安排的条款;和(2)可分享的利润的前景。我们用一个简单的例子来说明:

A公司

售价为100的利息率为6%的债券可以50的转换价格转换成股票(即:每$100面值的债券可转换为2股股票)股票售价为$30

特权的条款与公司的前景—显然，B公司债券的转换权条款更吸引人，因为股票的售价只要再上涨略多于3个点，转换利润就会出现。而B公司股票的售价必须上涨20个点以上，才会出现转换利润。但是，购买A公司债券却很有可能被证明是更划算的，因为当A公司股票价格翻一番或两番的同时，很有可能B公司股票的价格却驻足不前。

权衡以上两个考察因素，有一点是毫无疑问的，即，选择一家好公司发行的证券可获得的利益，要比选择一种附有合意条款的证券更丰厚。不过，公司的价值在多大程度上可以用特权条款的价值来补偿，以及这两种毫不相干因素加总的价值余额究竟是多少，对于这些问题当然没有什么定量的度量方法。但是，在分析具有投资等级的附权证券的问题时，特权的条款必须得到更多的关注，不是因为这个因素更重要，而是因为对此可以得出更为确定的分析结论。判断一家公司是否比另一家公司更有前途，相对来讲比较容易。但是，在给定的价格下，确定某种普通股是否比另一支普通股更值得购买，就没那么容易了。

回到我们的例子。如果能够肯定—或甚至是一

种合理的推断—A公司股票价格上涨到$50比B公司股票上涨到$33的可能性更大，那么两种证券的市场报价不可能都是$30,A公司股票价格显然应该更高一些。我们这样说的依据是，一家企业如果表现出比另一家企业更具有优势，市场价格通常能够提前反映出这种差距。如果投资者偏爱A公司债券的理由，是预计与该债券对应的股票的价格将比B公司股票价格上涨的速度快得多，那么他是在一个缺乏确定性而且错误频频的领域进行独立的判断。由于这个原因，我们对以投资为目的的附权证券购买者能否以自己对企业未来利润增长趋势的判断为主要根据形成成功的投资策略深表怀疑。(对这个论点的讨论实际上只是重复前文中所总结的一个固定价值投资的原则。)

如果采取的是一种投机的态度，即，如果将购买这种证券作为一种为了获得来自股票的利益而愿意采取的方式，那么，主要根据购买者对公司未来的判断行事的做法是很自然的。

三个重要的要素1.特权的范围—在考察利润分享特权的条款时，应该对三个要素进行分析。它们是:

1.每一美元投资所包括的利润分享利益或投机利益的大小。

2.购买时，特权与可实现利润的接近程度。

3.特权的存续期

附着于可转换或认股权证高级证券的投机利益的大小，等于特权所对应的股票的市场价值。在其他条件相同的情况下，每一美元投资所对应的投机利益越大，则特权的价值越高。例:前文曾经例举过的兰德·卡戴克斯斯衣柜公司发行的利息率

为5.5%的债券，每张债券附有购买22.5股A类股票的认股权证，原始购买价格为毖40o A类股票现在的市场价格为$42。则“投机利益”为22.5x42，或每$1000债券的投机利益为$9450

可靠连锁店公司在1927年发行的利息率为6%的债券，只附有认购5股普通股的认股权证，原始购买价格为$10，现行股票的市价为$12。因此“投机利益”总计为5x12，或每$1000债券的投机利益仅为$600

国际橡胶制品公司发行的利息率为7%的债券，是一种投机利益巨大的债券。根据1922年债券发行时所约定的条款，每$1000这种短期债券可转换成$100股股票，另外还附有以10的价格认购400股股票的额外权利。当该公司股票在1925年以$10的价格在市场上交易时，每$ION〕债券的投机利益达到500x10,或$5000。如果这时债券的价格为，比方说120,，那么债券的投机利益将达到债券投资额的417%—相当于可靠连锁店公司债券投机利益的70倍。

下表中对以上三个例子的比较，可以说明投机

利益大小的实际重要性。

| 项目 | 可靠连<br>司利息率6 |
| --- | --- |
| 每$1000债券对应的股数 | 5 |
| 基价 | 10.00 |
| 债券价值的增加： | |
| 当股价比基价上涨25%时 | 12.50 |
| 当股价比基价上涨50%时 | 25.00 |
| 鼍股价比基价上涨100%时 | 50.00 |

对于可转换债券来说，当股票市场价格与转换价格相等时，债券的投机利益总是等于债券平价的100%。因此对这些证券而言，我们在前文提出的第一个和第二个要素是一致的。如果一种以平价出售的债券可转换成转换价格为$50的股票，而股票市场价格为$30，那么投机利益相当于债券投资额的60%;同样我们可以说，股票的现行市价达到了可以使转换有利可图的价格的60%。对于附有认股权证的证券，投机利益的总额与这种利益接近利润实现的程度之间，没有这样一种固定的联系。例如可靠连锁店公司6%债券的投机利益很小，但是在债券发行之初，投机利益就已经带来了实在的利润，因为股票的市场价格高于特权所规定的认购价格。

拥有价格低、数量多的股票转换或购买特权的

意义—可以附带说明一下的是，从技术的角度讲，如果债券对应着价格低、数量多的股票，其所带来的投机利益，要比对应于少量高价股票所带来的投机利益更有价值。这是因为低价股的价格波动百分比范围经常要比高价股更大。因此，如果一种债券既表现出可靠的安全性，_又可以转换成大量的低价股票，那么这种债券有很大的机会获得巨额利润，而且不存在山于股价下跌的投机失败而招致更大损失这种风险。

例如，有两种特权债券，一是俄亥俄铜业公司发行的利息率7%,1931年到期的债券，可转换成100t)股售价为为$1的股票;二是艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司发行的利息率为4.5%,1948年到期债券，可转换成6股售价为$166的普通股。从特权的形式上看，前者比后者获得利润的机会更大，尽管对于两种债券，每张债券的投机利益都是$1000。实际情况正是如此，俄亥俄铜业公司的股票价格从1928年的不到$1，上涨到1929年的$4.875,这使得债券价值接近于平价的500%。艾奇逊公司利息率4.5%的债券如果要获得同等的利润，公司的股票价格必须从$166上涨到$800，但是实际上，该股票在1929年的最高价还不到3000

对于参与性证券，对利润分享利益的考察一般立足于分析特权所可能带来的额外收入的数额。有

限度的额外支付(如:贝尤克雪茄公司发行的股息率为7%的优先股，额外股息支付不允许超过1%a)不如没有限度的利润参与权利(如:白岩矿泉公司发行的股息率为5%的第二优先股，在1930年获得了总计26.25%的股息)有价值。

2和3.接近程度和特权的期限—用第二个和第三个因素来估量特权价值的意义是一目了然的。从期限的角度看，一种有效期限很长的特权要比短期特权更有价值。股票的现价越接近于保证实施转换或认购权有利可图的价格水平，这些特权越有吸引力。就参与性特征而言，与此类似，普通股的股息或收益越接近将引致对参与性证券发放额外股息的水平，特权的价值越高。

“转换价格”的意义是，当可转换证券的价格等于$100时，使之可换得的普通股的价值与之相等的普通股价格。因此如果一股优先股可转换成1股的普通股，那么普通股的转换价格就是$600“转换平价(conversionpanty)”或“转换水平(conversionlevel)”两个概念所定义的是，给定可转换证券的价格水平，普通股所对应的平衡价格，或给定普通股的价格，可转换证券所对应的平衡价格。它可以通过将可转换证券的价格与普通股的转换价格相乘求得”。如果刚才提到的优先股的售价为90，则普通股的转换平价为60x90%=54。这意味着，普通股价格如果上

涨到54以上，一个以90的价格购得优先股的买主将获得一定的利润。三种特权的相对优点

从理论上讲，参与特征—时间和总额不限—是利润分享特权中最具价值的一种形式。这种安排在不改变投资者的高级证券持有人地位的前提下，使它可以通过参与利润的分配而获得特别的利益(即增加的收益)。这种利益可以长年累月地获得。与此形成对比的是，只有在将附权证券真正转换成股票，从而放弃要求权的优先地位的条件下，可转换特权才可能带来较高的收入。因此，它的真正价值不过是在合适的时机出售可转换证券的权利所提供的获利机会。同样，认购特权的利益只有通过出售认股权证的方式(或通过认购股票随即卖出的方式)才能实实在在地获得。如果为了获得长期收益而认购并持有普通股，这种操作将给追加投人的资金带来风险，这与当初购买高级证券的行动大异其趣。无限参与特权优越性的例证—对于高安全性参与证券在理论上的优势，西屋电气和制造公司的优先股提供了一个绝好的实际例子。该证券每年$3.50的优先股息(平价$50、股息率7%)具有累积性，此外，在普通股年股息超过$3.50的情况下，优先股有权平等地参与超额股息的分配。在1917年，西屋公司的优先股可以$52.5的价格在市场上买到。这表明，该证券是一种有价值的纯粹投资，且因为具有参与性特征而

存在额外的盈利机会。在此后直到1932年的15年中，除了7%的基本股息之外，优先股总共还获得了每股大约$7的额外股息收入。与此同时，投资者还遇到了可以大赚一笔的出货机会(1929年的最高价达到$284)，这反映了可转换或附认股权证的证券存在的资本增值的可能性。如果当时没有出售股票，潜在利润自然因为随后市场价格的下滑而损失殆尽。不过投资者原有的地位却不曾被动摇过，因为在市场低靡的1932年，该证券仍然按时获得了7%的股息，而且每股售价仍达到$52.5—尽管普通股的股息支付已经停止，价格也跌落到了$15.625

我们从以上这个例子中看到，投资者不仅可以在好的年景下参与普通股盈余利润的分配，而且还保持着优先地位，因此当萧条到来的时候，他失去的仅仅是暂时的利润。如果该证券不是参与型的，而是可转换型的，那么投资者获得较多股息的途径只能是实施转换权，那么随后他将发现所持普通股的股息没能得到支付，股票价值也贬损到初始投资价值以下。

参与证券的缺点，从整个市场看—尽管从长期纯粹投资持有的角度看，参与证券具有理论上的最优性，但是在强劲的牛市背景下，这类证券的表现却不如可转换证券或附有认股权证的证券。在这种时期，参与证券的相对价格经常低于正常的水平。

以西屋公司的优先股为例，它在1929年的价格常常比普通股低5到10个点，虽然前者每股的内在价值并不比低级股票低。9

出现这种现象的原因是:普通股的价格从很大程度上是那些主要对短线利润(quickpmGts)感兴趣的投机者的操作形成的，为了获得这种利润，他们需要一个活跃的市场。而由于优先股的持有期较长，因此市场相对而言不太活跃。由于这个原因，投机者愿意在价格匕多支付几个点来购买品质较低的普通股，仅仅因为这种股票的买卖更为方便，而且其他投机者也很可能愿意为它们支付较高的价格。

在有投票权并常常被长期持有的普通股和同一公司无投票权但交易更为活跃的普通股之间，也存在着同样的反常现象。以美国烟草公司B类股票(无投票权)为例，多年以来它的售价一直高于原始(有投票权)股票。类似的情形在伯利恒钢铁、泛美石油和利格特和迈尔斯等一些公司的两种普通股价格中也存在。'''一个看似矛盾的、对证券市场普遍适用的规律是:在缺少特殊需求的情况下，相对稀缺很可能导致较低的价格，而不是较高的价格。

对于象西屋和美国烟草这样的公司，正确的公司政策应该是，赋予内在价值较高证券的持有人以特权，使他们能够将持有证券转换为交易更为活跃，但内在价值略逊一筹的证券。白岩矿泉公司就

采取了这种措施。尽管参与优先股的持有人有可能在实施这种转换权方面犯错误，但他们不应该反对公司为他们提供这种选择，而对普通股股东而言，优先股股东如果接受这种转换，前者只会有所得、不会有所失。

可转换证券和附认股权证证券不同的价格变化规律—在景气的市场条件下，从价格变化的角度看，附有可分离的股票认购权的高级证券持有人投资收效最佳。

为了说明这个观点，我们可以比较一下1929年4种附权证券与它们所对应的普通股之间的价格关系。这些证券包括:

莫霍克·赫德森能源公司股息率为7%的第二优先股，每股优先股附有以$50的价格购买2股普通股的认股权证。

2.怀特缝纫机公司利息率为6%的信用债券，1936年到期，每$1D0债券附有可以购买2.5股普通股的认股权证。

3.中州电气公司股息率为6%的优先股，可以每股$118的转换价格转换成普通股。

4.独立石油和天然气公司利息率为6%的信用债券，1939年到期，可以每股$32的转换价格转换成普通股。

| 高级证券 | 普通股的市场价格 |
|---|---|
| 莫霍克·赫德森能源公司第二优先股 | 52.5 |
| 怀特缝纫机公司利息率为6%的信用债券 | 39 |
| 中州电气公司优先股 | 116 |
| 独立石油和天然气公司利息率为6%的信用债券 | 31 |

*关由剔除认股权证的优先股价格17，加上认股权证的价格肠得到。

**由剔除认股权证的债券价格98.5，加上认股权证的价格乃得到。

上表令人吃惊地说明，在投机市场上，和与之挂钩的普通股的价格相比，附有认股权证的证券价格中往往存在着大幅的溢价，这种溢价比条件相似的可转换证券价格中的溢价高得多。

投机部分与投资部分相分离的好处—造成附认股权证证券的这种在相对价格上具有领先优势的最主要原因在于，它们的投机部分(即认股权证本身)与投资部分(即剔除认股权证的的债券或优先股)可以完全分离。投机者总是在寻找以小博大的机会，

而认股权证恰恰具有这种与众不同的特点，我们在后面对这些工具的讨论中将具体地证明这一点。因此，在一个上升的市场上，投机者争先恐后地购买这些附权证券附带的认股权证，因此即使它们还不具备即刻实施价值(immediateexercisabelvalue)，它们的售价也相当可观。这些投机者购买认股权证的热情大大高过购买与之对应的可转换债券的热情，因为对后者而言，获得对每股股票潜在所有权的资金投人额要高得多。“这种状况的结果是，债券单独具有的市场价格加上认股权证的价格(这一加总价格构成了“带权证的”债券价格)明显高于条件非常相近的可转换债券。

附认股权证证券的第二个优点—从可提前赎回条款的角度考虑，附认股权证证券还其有另外一个优越性。公司所保留的在到期日之前提前赎回所发行证券的权力，一般来讲是不利于持有人的，因为很显然，只有在对证券发行人有利的情况下它才会使用这种权力，这往往意味着存在以高于提前赎回价格的价格出售证券的机会。”“除非提前赎回的溢价很高，不然的话一项提前赎回条款可能会彻底侵蚀参与特权的价值。因为在存在这种条款的情况下，一旦公司兴旺到快要开始对参与证券支付额外利益的临界点时，提前赎回的危险就出现了。13有些时候，可提前赎回的参与证券同时附有可转换

权，这是为了使证券持有人有机会从证券被提前赎回之后普通股市场价格的大幅上涨行情中获利。(例如:国民蒸馏制品公司发行的年股息$2.50、参与性可转换累积优先股;凯尔斯一海斯轮胎公司发行的年股息$1.50、参与性可转换A类股票。)参与债券参与盈余收益分配的额度通常是有限的，而且一般都是可提前赎回的。(比如怀特缝纫机公司发行的利息率6%,1940年到期的参与性信用证券;联合钢制品公司发行的利息率6.5%,1947年到期的A系列债券。这两种证券都是不可转换的。)有时，为了补偿参与证券因被提前赎回而失去特权所造成的损失，赎回价格被定在很高的水平。旧金山收费桥公司显然在这方面作出了努力，该公司发行了利息率7%,1942年到期债券，在1933年11月1日之前，该债券可以按$120的价格被提前赎回，在这个日期之后的赎回价格较低。

另一个防止提前赎回行动损害特权利益的措施是，使提前赎回的价格直接与参与特权的价值挂钩。例如，西门子和哈尔斯科发行的2930年到期的参与信用债券，1942年4月1日以后可以提前赎回，赎回价格等于赎回通知发出以前6个月的的平均市场价格，但不低于证券的原始发行价格(该价格为平价的230%)。克罗伊格和托尔公司利息率5%的参与信用债券也设置有类似条款。

即使对可转换证券而言，可提前赎回的特征从技术上讲也是一种缺陷，因为它可能会缩短特权的有效期限。可以想见，可转换债券赎回的时间可能正是这种特权行将带来真正价值的时候。14对于附有认股权证的证券，即使证券本身可能在到期日之前被提前赎回，认购特权几乎无一例外地在事先规定的存续期内有效，直到寿终正寝。如果权证是可分离的，那么很简单，它将继续独善其身直到有效期满。但是经常出现的情况是一认购特权被规定为“不可分离的”，即只有在同时持有高级证券的情况下才可以行使特权。不过即便如此，如果需要在先于认购特权的到期日赎回证券，公司一般会为持有人另外提供一项独立的认股权证，这种权证可以在起初规定的有效期限的剩余时期内继续发挥作用。

例:1934年1月1日之前，联合飞行器和运输公司发行的股息率为6%的累积性优先股，尚有150000股未得到清偿。这些优先股附有不可分离的认股权证，每两股优先股有权以每股$30的价格购买1股普通股。认购特权的截止日期是1938年11月1日，另外还有一项保护性条款规定，如果该优先股在1938年11月1日之前被赎回，公司将发行一种保证与原权证同权的新权证。一些优先股在1933年1月1日被通知赎回，这种分离式的权证也随即向持有人发行。(一

年以后，剩余的优先股也被赎回，公司再行增发了这种权证。)

附认股权证证券的第三个优点—相对其他附权证券而言，附认股权证证券还有第三个优点，这个优点从实践意义上来说也许是最重要的。让我们考虑一下，当公司状况蒸蒸日上，普通股股息丰厚、市价高涨的情况下，三种附权证券的持有人可以有哪些选择。

1.参与证券的持有人

a.可以以有利可图的价格出售证券。

b.可以持有证券，获得来自参与利润分配的收入。

2一可转换证券的持有人

a可以以有利可图的价格出售证券。

b.可以继续持有证券，但不能分享普通股高额股息的利益。

C.可以实施转换以获得大量的股息收入，但栖牲了优先要求权的地位。

3.附认股权证证券的持有人

a.可以以有利可图的价格出售证券。

b.可以继续持有证券，但不能分享普通股高额股息的利益。

c.可以认购普通股以获得高额股息收入。认购普通股的资金可以是追加资金，也可以来源于出售别

除认股权证的证券之所得。在这两种情况下，他都因为追求高股息收入而承担了一个普通股股东所需要承担的风险。

d.他可以将认股权证处理掉，兑现一定的利润，同时继续持有自己原有的别除认股权证的证券。(他可以直接出售认股权证，也可以先认购股票，然后立即按现行的有利可图的价格出售。)

_L列的第四种选择是附认股权证证券所独有的，在可转换证券或参与证券中找不到可与之相提并论的内容。它使得持有人能够从证券的投机部分中兑现利润，同时仍然保持他原有的投资地位。由于典型的附权证券的购买者的主要兴趣在于进行成功的投资—其次才是从特权中赚取利润的机会—因此第四种操作选择必然会带来很大的便利。他没有必要出售整个契约，而如果他所持有的是可转换证券的话就非这样做不可，这迫使他必须重新为手头空闲的资金寻找投资对象。不愿意出售一项好的投资再去购买另一项投资，这是典型投资者的一个特点，它也是高价可转换证券持有者倾向于实施转换权而不是将证券出手的原因之一。参与证券的情况也是一样，持有人保护投资本金利润的唯一途径就是出售证券，这就带来了重新投资的问题。

例:从这个角度分析附认股权证证券在理论和实践上所具有的优势，可以从商业投资信托公司发行

的股息率为6.5%的优先股的例子中得以说明。该证券发行于1925年，其所附有的认股权证允许持有人以每股$80的原始价格购买普通股。1929年，每股优先股所附认股权证的售价高达$69.50。在这种情况下，该证券的持有人可以以高价出售证券的投机部分，同时保留他原本持有的优先股契约。该优先股历经了大萧条考验却始终保持着投资性证券的地位，直到1933年4月1日被提前以$110的价格赎回。在证券被通知赎回时，公司原有的普通股售价仅为每股大约$500如果该优先股不是附认股权证型，而是可转换型的，很多持有人势必选择实施转换的方式，并将普通股留在手上。这样，他们不仅无法赚取大量的利润，相反还将面对惨重的损失。

小结—总结一下这一部分的讨论，可以这么说，对长线投资持有而言，优质的参与证券是利润分享特权的最优形式。而从有利的市场条件下最大化价格增益的角度看，附有可分离认股权证的高级证券很可能是能够带来最佳效果的投资品。进一步说来，附认股权证证券从总体上讲在两个方面具有无可比拟的优势:特权通常不会因提前赎回证券而被剥夺;而且这种特权使得在保持原来的投资地位的同时获取投机利润成为可能。

- # 第24章可转换证券的技术特点

有关特权证券的第三个论题，是用分别讨论的方式，分析每种证券的技术特点。我们从可转换证券开始展开讨论。

在可转换证券的存续期内，特权条款所规定的转换条件常常是变化的。这种变化包括两种形式:0)转换价格递减，这是为了保护持有人避免受到“股权稀释”的影响;和(2)转换价格递增(通常根据“滑动比率”安排实施转换)，这是出于公司利益的考虑。

股权稀释和反稀释条款—当普通股的股数增加，而公司的资产和盈利能力没有相应的增加时，我们称普通股的价值被稀释

了。拆股(split-ups)、股息分配、发行低价认股权，和出于购置财产和服务的目的在低估股票价值的情况下增发股票，这些原因都可能导致股权稀释。可转换证券所规定的标准的“反稀释”条款的作用在于，当这些稀释行动导致每股股票价值发生任何降低时，同比例地降低转换价格。

这种方法可以用下面这个公式来表达:c代表转换

价格，0代表现期流通在外股票的股数，N代表拟发行的新股票的股数，P代表拟发行股票的发行价格。

$$C'（新的转换价格）= \frac{CO + NP}{O + N}$$

那么

在附录34中，我们例举了这个公式在切萨皮克公司发行的可转换抵押债券中的运用，该债券利息率为5%,1947年到期。一个比较简单的例子是第23章最后部分提到过的中州电气公司发行的利息率为6%的可转换优先股。该证券在1928年发行之后，普通股连续地获得高达100%和200%的股息。相应地，转换价格先是降低了一半(从每股$118到每股$59)，后又再次降低三分之一二(降至每股$19.66)0

还有一种很少见的条款，这种条款简单地规定，无论新股发行的价格多么低，转换价格将降低到同样的水平。显然，这种条款对可转换证券的持有人更为有利。'5

稀释防御条款并非无懈可击—尽管现在几乎所

有的可转换证券都设有反稀释条款，但例外的情况仍不鲜见。16显然，一个潜在的购买者应该将这种保护的存在作为选择这类证券的前提条件。

应该清醒地认识到，这类条款只能保障特权证券的本金或平价价值免遭股权稀释所带来的损失。如果可转换证券以远高于平价的价格出售，那么溢价部分的价值仍难免会因增发新股或发放特别股息而受到侵害。一个简单的例子可以说明这一点。

一种债券可以以1比1的比例转换成股票。该证券设有普通的反稀释条款。债券和股票的市场价格都是$2000

假设股东有权按照平价(非100)购买与所持有股票同等数量的新股，则每股的购买权价值将为纬50，那么新股票(或"除权"后的旧股票)将价值$150。这时转换条件不会改变，因为新股的发行价格没有低于原来的转换价格。但是，发行这种认股权的效果却是迫使债券的持有人立即实施转换权，因为不这样做的话，债券的价值将锐减25%。一旦"剔除认购权的"股票的价格从$200跌落到$150，未转换债券的价值将发生同比例缩水。

以上讨论说明，当特权证券的市场价格中包含着大幅溢价或利润时，它们更容易受到突如其来的变化的危害。尽管及时采取措施可以避免这种变化所带来的损失，但这些措施的结果难免使得特权的

有效期提前终结。17毋庸多言，以低于当期转换价值的价格提前通知赎回特权证券的做法，也会起到同样的效果。

在通过资本调整使股数减少的情况下，转换价格通常会同比例地提高。这些资本调整措施包括提高平价、“逆拆股181,(例如发行一种无平价股票，以1股替换5股旧股票)，以及在公司合并中以数量较少的新股替换原股票。”’

为加速转换而设计的滑动转换比率—以上所讨论的条款旨在当证券发行以后发生资本结构的变化时，保持转换特权的原有价值。而在另一方面，一种“滑动转换比率”安排则明确地以逐步降低特权的价值为目的。这种安排的潜在目的在于促进转换权的实施、缩短特权的有效期限，从而降低选择权的真实价值。显然，特权领受者所拥有权利价值的贬损，必然相应地惠及特权的提供者，即公司的普通股股东。

常见的滑动转换比率安排规定了若干个连续的时期内适用的一系列递增的转换价格。一个新近出现的变种条款是，一旦一定比例的证券转换完毕，转换价格的提高立即生效。

例:美国电话和电报公司1929年发行了利息率为4.5%的10年期信用债券，1939年到期，合同规定，1930年该债券可以以$180的转换价格转换成普通股

票,1931和1932年的转换价格为$190,1933到1937年(包括首尾两年)的转换价格为$200。后来，由于公司以$100的价格增发r新股票，这些转换价格按照标准的反稀释条款被降低。

阿纳康达铜矿开采公司利息率7%,1938年到期的信用债券总共发行了$50000000。首先转换成普通股的$10000000债券，可以按照每股$53的转换价格实施转换;第二批$10000000债券对应的转换价格为$56;第三批的转换价格为$59;第四批为$62;最后一批为$65.

按时间界限划定的滑动转换比率—前一种类型的按照时间界限划定的滑动转换比率，是，种容易理解的逐渐减少转换特权的自由度的方法。这种方法的效果可以通过波多黎各一美国烟草公司发行的利息率为6%,1942年到期债券这个例子加以说明。债券合同规定，在1929年1月2日之前，该债券可以按每股$80的转换价格转换成作为质押品的社交雪茄公司股票;在随后的3年中，转换价格为$85;3年之后，转换价格变为$9001928年，社交雪茄公司股票的最高价达到87.25，比转换价格高出的溢价比较有限。但是，在这一年的年底之前，由于转换价格的提高在即，还是有许多债券持有人实施了转换。结果证明这种转换是失策的，因为在1929年，债券价格上涨到了$89，而对应的普通股价格却跌至$43。从这

个例子可以看出，转换条件的不利变化不仅意味着那些在1928年延误了转换的持有人的潜在利润将减少，而且不合时宜的转换将招致严重亏损的危险。

按实施转换的相对先后划定的滑动转换比率——不过，根据已转换证券的数额规定转换价格的第二种方法的用意却不象第一种方法那么一目了然。由于这种安排为一定数量的先实施转换的债券提供了比后转换的债券更优惠的转换条件，因此无疑带来了一种抢先转换的竞争激励。这种情况使得持有人陷人了进退两难的境地，他虽然很想保持高级别要求权的地位，但是又担心由于其他持有人的捷足先登使自己在转换条件上坐失良机。对被其他人抢占先机的疑虑往往造成这样一种情况:一旦股票上涨到略高于转换价格的价位，即，一旦债券的价值略高于它的初始成本，就有大批的持有人竞相实施转换。

例:1928和1929年，工程师公共服务公司股息率为$5的优先股的市场境遇，充分反映了这种可想而知的后果。

该证券(320000股)可以根据以下条件转换成普通股:

第一批的证券可按每股$47.62的转换价格转换成普通股0股优先股可转换为2.1股普通股)。

第二批的证券可按每股$52.63的转换价格转换成

普通股0股优先股可转换为1.9股普通股)。

第三批的证券可按每股$58.82的转换价格转换成普通股0股优先股可转换为1.7股普通股)。

第四批的证券可按每股$62.50的转换价格转换成普通股0股优先股可转换为1.6股普通股)。

后一半证券可按每股$66.67的转换价格转换成普通股0股优先股可转换为1.5股普通股)。

股息率$5的优先股和普通股在不同日期的市场价格如下表

所示(表23—1):

根据以上分析，当普通股价格逐渐上升时，一批接一批的债券或优先股被转换成普通股，因此高级证券的价格在一个相对较窄的范围内波动。到了最后一批未转换证券开始实施转换时，转换中的竞争因素随即消失，这时债券或优先股的地位与普通的可转换证券无异，其价格可以随着普通股上涨到任意高的价位。

应该指出的是，规定了这类滑动转换比率条款的证券的价格，并不都遵循这种理论的模式运动。以阿纳康达铜矿开采公司利息率7%的债券为例，在第一批债券尚未转换完毕之前，1928年债券的市场价格中存在大幅的溢价(30%)。这看来是在当时市场浓厚的投机氛围下出现的反常事件之一。从一个严谨的分析家的角度分析，在普通股的转换价格提高

到最后和最高一个台阶之前，应该认为这类可转换证券资本利得的机会是非常有限的。

表23—1工程师公共服务公司$5可转换优先股

| 日期 | 该日普通股价格的波动区间 | 该日的转换价格 |
| --- | --- | --- |
| 28年8月16日 | 37—37 | 47.62 |
| 28年8月28日 | 41—42 | 47.62 |
| 28年9月19日 | 42—44 | 47.62 |
| 28年10月1日 | 47—50 | 47.62 |
| 28年10月15日 | 46—47 | 47.62 |
| 28年10月16日 | 45—47 | 52.63 |
| 28年11月2日 | 45—46 | 52.63 |
| 28年11月28日 | 47—48 | 52.63 |
| 28年12月28日 | 48—48 | 52.63 |
| 29年1月5日 | 50—51 | 52.63 |
| 29年1月8日 | 50—52 | 58.82 |
| 29年1月31日 | 59—60 | 58.82 |
| 29年2月7日 | 54—56 | 62.50 |
| 29年3月6日 | 52、54 | 62.50 |
| 29年4月8日 | 49—49 | 62.50 |
| 29年5月8日 | 51—s2 | 62.50 |
| 29年6月14日 | 55—60 | 62.50 |
| 29年6月29日 | 61—62 | 62.50 |

| | | |
|---|---|---|
| 29年7月12日 | 61—63 | 62.50 |
| 29年7月23日 | 68—71 | 62.50 |
| 29年8月5日 | 76—80 | 62.50 |
| 29年8月21日 | 72—73 | 66.67 |
| 29年9月4日 | 72—7， | 66.67 |
| 29年10月3日 | 68—72 | 66.67 |
| 29年10月30日 | 32—45 | 66.67 |
| 29年11月13日 | 32—36 | 66.67 |
| 29年11月21日 | 39—42 | 66.67 |
| 29年12月23日 | 37—38 | 66.67 |

以转换的"批次"为调价根据的滑动比率转换特权应该受到批评，因为这种安排的用意在一于误导证券持有人，使他们对所持有证券的真正性质和价值不明就里。争取有限的优惠机会的压力，迫使持有人争先恐后地行使转换权，这使得持有人在决断之前没有足够的时间深思熟虑，而从容不迫地择机行事却正是这种特权重要的价值之一。没有理由可以说明投资银行为什么要对证券引人如此令人不知所措和左右为难的特征〔。恰当的做法是完全禁止采

用此类安排，另一方面，聪明的投资者也应该小心翼翼地回避这类证券。

可转换成优先股的证券—很多债券可转换成的

证券形式是

优先股。为了使这种转换条款显得更有吸引力，优先股股息通常要比债券利息高一些。(例如，密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司利息率5%,1967年到期的调整债券，在1932年1月1日之前可以转换成股息率为$7的优先股;中州电气公司利息率5%,1948年到期的信用债券，可转换成股息率$6的优先股;G-R·金尼公司利息率7.5%,1936年到期的担保证券，可转换成股息率$8的优先股;美国电气能源公司利息率6%,1957年到期债券，可转换成

股息率$7的优先股。)

有时借助这种转换特权可以获得一定的利润，但是因为一般的优先股市场价值存在一个上限，所以通过这种特权取得的最大利益也是有限的。而且，由于最近几年来证券市场的发展使得优先股的价值从总体上说已经大不如从前，因此一种转换的权利—比如说从利息率为6%的债券转换成股息率为7%的优先股，与其说是对谨慎的投资者的一种诱惑，不如说是一种对粗心大意者的危险。当前一类人选择可转换证券时，他应该对这类证券的市场进行彻底的搜寻，以找到一种安全性好、可转换成普通股的证券。有一些债券可以首先转换成优先股，这种优先股又转而可以转换成普通股，或参与普通股的收益分配。这种两阶段的转换安排与直接从债

券转换成普通股的安排大同小异。例如，国际水电系统公司利息率6%,1944年到期债券可转换成A类股票，后者实际上是一种参与型第二优先股。

另外，还有一些债券可以选择转换成优先股或普通股，或转换成两种股票的组合。21尽管有个别这种形式的债券品质优良，但是一般来讲，无论是发行公司还是证券购买者都应该回避这种复杂的条款，因为它会令人无所适从。

转换对象由公司选择的债券—从1920年代开始兴起的可转换和其他特权的创新浪潮时至今日仍然方兴未艾，这使得初涉此道的投资者在区别有价值的证券、无害但却平庸的证券和危险的证券方面束手无策。在这种情况下，他很容易成为风险重重的融资证券的牺牲品。过去，对这类有问题的融资证券的识别相对比较容易，但形式上的改头换面使它们具有了更大的欺骗性。以联合煤气和电气公司发行的变种"可转换债券"为例，合同条款规定，这些证券可以由公司选择转换成优先股或A类股票。这种创新的形式其实无非就是以债券的面目出现的优先股。如果购买者了解实际情况并且愿意投资于优先股，那么他对于这种形式应该无可抱怨。但是不可否认，这种形式颇有蓄意隐瞒实情甚至是挂羊头卖狗肉之嫌。22

可转换成其他债券的债券—有些债券可以转换

成其他债券，它们通常是一些短期债券，持有人有权将它们转换成同一公司的长期债券。这些长期债券常常被当作中短期债券的抵押品寄存起来(例如城际高速运输公司发行的利息率为7%,1932年到期的短期债券，就是N该公司发行的利息率为5%,1966年到期的第一抵押替续债券为抵押的。对于每$ION)的短期债券，寄存起来的长期债券为$1736。同时短期债券还可以转换成这种寄存起来作为抵押的长期证券。最终的转换比率为每$1000利息率为5%的债券换$900利息率为7%的债券C)这样，持有人就拥有了一种选择权，他们或者可以较早地收回投资，或者可以与公司签定长期的契约。从实际效果上看，这不过相当于在公司兴旺繁荣，或市场利率下降，或两者兼而有之的情况下，持有人取得了一个在到期日或到期日之前获得一定利润的机会:

与可转换成优先股的债券不同，当短期债券转换成长期债券时，息票的利率往往有所降低。其中的原因在于，短期债券一般是在利息率—整个市场的或个别公司的-一被认为高得异常的情况下发行的，因此公司不愿意为一种长期债券支付这样高的利率。人们认为，当情况恢复正常后，公司可以以低得多的利息率发行长期债券;因此将短期债券转换成长期债券的权利—尽管以利息收入有所下降为代价—可能是有价值的。23

初始市场价值高于平价的可转换债券—1928-1929年间金融领域出现的不同寻常的新生事物之一，是以大大高于平价的初始市场价值发行可转换证券。有关的例子包括艾奇逊一托皮卡-圣菲铁路公司发行的利息率4.5%,1948年到期的可转换债券，和美国电话和电报公司发行的利息率4.5%,1939年到期的可转换证券。1928年11月，前一种债券在纽约场外市场初始交易(按照“发行后交割24”的形式)的价格大约是$125，而1929年5月1日后一种债券在纽约股票交易所的初始交易(按照“发行后交割”的形式)价格为$142。显然，这种类型的投资在很大程度上相当于购买了普通股，因为一旦股票价格下跌，这种投资立刻面临着本金大幅贬值的危险。除此之外，来自于这种证券的收入实在太低，根本达不到我们对投资的定义在这方面的要求。毫无疑问，增发普通股的融资形式比这种模棱两可的“债券”融资形式更为直接了当，因此，采用这种可转换证券的形式为的是方便某些机构—法律禁止它们购买股票—进行从本质上讲等同于购买普通股的“债券投资”。我们希望这类极不恰当的融资形式在未来的市场膨胀期中不再出现。

某些可转换证券的一个技术特点—在此，美国电话和电报公司可转换证券的一个技术特点值得一提。根据合同规定，该债券可以按照$180的转换价

格实施转换;但是除了可以用$180的债券兑换1股股票之外，持有人还可以用$100的债券和$80的现金进行兑换。这种选择权造成了这样一种情况，即当股票售价高于$180时(也就是当债券的转换价值超过$100时)，债券将升值。说明如下:

如果股票的售价为$360，按照$180的转换价格完全用债券进行转换的话，债券将价值$200。但是合同条款规定，每转换1股可以接受$80的现金，这样，债券的价值变为360一80二$280,,

这种安排可以理解成以$180的转换价格为基础的转换特权和认购价格为$100的认股权的一种结合。

延期生效的可转换特权—有时，可转换特权在证券发行之后并不立即生效。

例:举例来说，附录36中讨论的布鲁克林联盟煤气公司利息率5%的可转换债券正属于这种情况。尽管该债券的发行日期是1925年12月，但在1929年1月1日之前，转换的权利是无效的。与此类似，纽约一纽黑文一哈特福德铁路公司利息率6%,1948年到期的可转换信用债券发行于1907年，但直到1923年1月15Fi,转换特权方才生效;切萨皮克公司在1927年发行了利息率5%,1947年到期的可转换债券，但是在1932年5月15日之前，这些债券是不可转换的。

在一般情况下，可转换特权的延迟生效期没有这些例子中的证券那么长，但是不管怎么样，这种

安排引入了一个新的不确定因素，而且特权的价值因此而有所减损。它或许可以部分地解释附录36中所提到的现象，即布鲁克林联盟煤气公司在1926,1927和1928年前几个月中，利息率5.5%债券和其所对应的普通股之间的差价逐渐扩大。

- **第25章附认股权证的高级证券，参与证券，调换和对冲**

几乎所有的可转换证券的变种形式，都可以在认股权证的条款中找到对应的形式。股票的认购价格通常会按照事先的规定向上或向下浮动，这和调整转换价格的标准条款如出一辙。

例:白鹰石油和提炼公司利息率5.5%,1937年到期信用债券发行于1927年3月，它附有认股权证，持有人可以据此在1932年3月15日之前以下列价格购买10股公司的普通股票:

1928年3月15日之前(包括该日)，每股认购价格为$32;

1929年3月15日之前(包括该日)，每股认购价格为$34;

1930年3月15日之前(包括该日)，每股认购价格为$36;

1931年3月巧日之前(包括该日)，每股认购价格

为$38;

1932年3月巧日之前(包括该日)，每股认购价格为$40.

1930年1月27日，纽约标准石油公司收购了白鹰公司的财产，条件是每8.5股标准石油公司股票替换10股白鹰公司股票，同时承继白鹰石油和提炼公司的债务。根据双联合同中保护权证利益免受股权稀释损害的条款，和在财产出售或与其他公司合并情况下认购价格调整的规定，公司授权持有人在1930年3月15日以前(包括该日)，以每股$42.35的价格认购8.5股纽约标准石油公司(即现在的索科尼一真空公司)的股票;次年的认购价格为$44.71;再往后一年的认购价格为$47.06.

两种类型的滑动比率—两种类型的滑动比率安排在认购权能券中同样存在。

例:州际百货公司1928年发行的股息率7%的优先股，附有不可分离的认股权证，它授权持有人按照以下价格，以一股对一股的比例购买普通股:

1929年1月31日前，每股认购价格为$37

1931年I月31日前，每股认购价格为$42

1933年I月31日前，每股认购价格为847

中州电气公司发行的利息率5.5%,1954年到期的认购权信用债券，附有可分离的认股权证，它规定每$1000的债券的持有人在1934年9月15日之前(包括

该日)，可认购10股普通股，认购价格如下:

最前被行使的25%认购权，对应着每股$89的认购价格。

往后被行使的25%认购权，对应着每股$94的认购价格。

再往后被行使的25%认购权，对应着每股$99的认购价格。

最后被行使的25%认购权，对应着每股$104的认购价格。

与可转换证券一样，以“批次”为基础而划定的滑动转换比率使认购特权的价值大打折扣。只有最后一批证券开始转换，即最高转换价格开始生效时，认购特权才成为一种普通的购买选择权。

认购款的支付方式—附属于债券或优先股的认股权证常常规定，认购普通股的款项可以以现金支付，也可以用以平价计算的高级证券本身进行兑换。后一种安排完全相当于一种可转换特权。例如，美国国内外能源公司发行的第二优先股附有认股权证，它授权持有人以每股$25的价格购买4股普通股。在交纳认购

款时，持有人可以将每股优先股作价$100以替代现金进行支付。如果这样做的话，他实际上是把附有认股权证的优先股转换成为普通股。

与此类似，我们在第22章中曾经讨论过的兰德·卡戴克斯公司利息率5.5%的债券在行使认购权时，可以将按平价计算的债券替代现金支付认购款。由于附属于毖1000债券的认股权证对应的认购款为$900(22.5股，每股价格$40)，因此$1000债券的持有人如果以这种支付方式认购股票的话，认购完毕后他手上还将剩下$100债券。这种条款相当于规定每张债券的90%可转换成普通股。

允许用现金支付认购款的优点—和直接的转换特权相比，可以用现金替代高级证券进行支付的选择权对持有人无疑是有利的—首先，由于“剔除认股权证的”债券或优先股市场价值可能高于平价，因此用现金代替高级证券以换取普通股，将获得更大的利润;第二，如前文所述，持有人或许希望在从证券的投机部分中兑现利润的同时，继续保有他的投资部分;第三，认股权证单独出售所获得的高于可实现价值(realizablevalue)的溢价，有可能大于一种纯粹的可转换证券价格中存在的高于转换价值的溢价。第278页所论及的莫霍克·赫德森能源公司附认股权证第二优先股的例子，说明了所有上述优势的存在。该优先股可以以平价价值替代现金来实施认股权，因此它具有和可转换特权同等的权利;但是不难发现，认股权证的安排会比效果相当的转换特权有利可图得多。

可分离性—认股权证有的是可分离的，有的是不可分离的，还有的在一定时期内不可分离，之后又转变成可分离的形式。一种可分离的认股权证在实施认股权时只需提交权证本身，因此它可以独立于它原本所附属的证券而单独出售。一种不可分离的权证或权利只有明确地与高级证券一一对应时才可以实施，也就是说，当支付认购普通股的款项时，必须同时提交权证所对应的债券或优先股的书面凭证。所以这种权证不能单独交易。举例来说，蒙特卡蒂尼公司利息率7%,1937年到期债券所附的认股权证，和附属于菲亚特公司利息率7%,1946年到期信用债券的认股权证，都是证券一经发行就具有分离性的权证。而附属于洛氏公司1927年12月发行的股息率$6.50优先股的认股权证，却只有到1928年7月1日之后才转而成为可分离型;该公司发行的利息率6%,1941年到期信用债券的认股权证的分离生效日是1926年10月1日，即证券发行日之后的6个月。和这些例子不同，附属于克朗一泽勒巴克公司利息率6%,1940年到期信用债券，和州际百货公司股息率7%的优先股的认股权证，都是终身不可分离的权证，除非它们所附属的高级证券被提前赎回。

在一个活跃的股票市场上，可分离权证颇受投机者的青睐(前文曾经谈到这一点)，它们往往以比立即实施价值高很多的价格出售。因此，在其他条

件相同的情况下，一种附有可分离权证的证券的市场价格要高于附有不可分离权证证券的市场价格。有鉴于此，我们不禁要问，为什么所有的认股权证没有全部被设定成立即分离型的呢，市场价格的优势不是会给持有人带来利益吗?将认股权证设定成不可分离型的原因是，证券发行公司和承销商不愿意看到剔除认股权证的债券的市场价格过于低落。如果大量附权证债券的购买人是买空卖空的投机者，这种低价格就很可能出现。因为这些持有人对债券本身没有兴趣，所以他们常常将权证从证券中剥离出来，然后随行就市地把无权证的债券脱手。由于这个原因所形成的空方压力，加上证券缺少"知名度"，致使对证券的稳定需求不足，这些因素促成了非常低的证券价格，以至于从表面上看，公司的资信状况很差。

折衷的安排—认股权证的分离在一定期限后生效—的出现是基于这样一种假设，即只要假以时日，证券将在投资市场树立起知名度，在这种情况下，即使从权证中获利的人抛售证券，剔除权证的证券的价格也不太会一落千丈。

一旦这些认股权证与所对应的高级证券脱钩，它们必然会经历自己的命运并形成自己的特点。它们从一种债券融资项目的附属品发展成为一种独特的证券形式，进而在1928—1929年的疯狂年代中，

摇身一变成为一种主要的投机工具。一个令人膛目结舌的事实是，仅仅美国国内外能源这一家公司所发行的认股权证，1929年的市场价值就超过了10亿美元，这个数字超过了1932年6月—不到3年之后——在纽约股票交易所上市的美国所有铁路企业普通股的市场价值总和。

因此，在本书的后面章节中，我们有必要将认股权证视作一种独立的投机媒介来考察它的特点。届时，我们将讨论附属于优先股的这种权证的价格与同一公司的普通股价格之间的关系。

参与证券—在前一章对参与特权和其他形式特权对比的讨论中，我们已经论及了这种特权的大部分特征。这里，我们应该区分两种类型的参与权。较为常见的安排决定于普通股股息的分配状况;不太常见的安排则规定，利润分享与股息率无关，只是取决于收益状况。

例:前文讨论过的西屋电气和制造公司的优先股，是第一种类型的典型代表;吉欧·A"富勒公司第一和第二优先股，以及美国瑟兰丝公司第一参与优先股是第二种类型的代表。富勒公司的优先股每股$6的股息具有累积性，此外每年还发放不超过$3的非固定股息。两种优先股的参与股息的大小分别为扣除优先股正常股息和偿债基金支付后净收益的6%和3.5%。瑟兰丝公司参与优先股可以分享扣除第一

优先股(正常)股息后的剩余收益的10%,绝对量没有限制。

优先股构成了参与证券的主体;参与型债券为数很少，而且往往在形式上和标准的债券相去甚远。以克罗伊格和托尔公司的参与型信用债券为例，尽管它在名义上是一种债券，本质上却是一种无投票权的普通股。清湾和西部铁路公司发行的系列A和系列B(参与)信用债券，实际上分别是优先股和普通股。西班牙河化浆和造纸厂发行的利息率6%,1931年到期并于1928年被提前赎回的第一抵押债券，是为数不多的几个具有参与特权的投资性债券之一。25西门子和哈尔斯科·A"G公司(一家德国公司)发行了一系列的参与信用债券，2930年到期，这些债券享受的利息率与普通股股息率相同，但不低于6%0

过去，参与优先股有一种标准形式，西屋电气和制造公司优先股即是这种形式的代表。股息支付的顺序是，首先向高级股票支付固定股息，然后向普通股支付数额相当的股息，最后，在平等参与的基础上，两类股票按同股同利的原则分享额外股息。这种分配形式的根据是所有类型的股票所拥有的普通法权利(c~一lawright)，即平等地分享收益和资产，除非有事先约定的特殊安排。这类安排的其他例子包括芝加哥一米尔沃基一圣保罗一太平洋铁路公司的优先股、瓦巴什铁路公司股息率为5%的A

类优先股和统一胶片工业公司的优先股。

但是最近几年以来，五花八门的参与型安排层出不穷，以至于现在已经没有什么标准形式了。我们在总结证券形式分类的附录3中，对一些参与证券的变种形式进行了介绍。

对于参与证券，我们需要进行两项计算，一项计算用以求得收益对固定利息或股息的比率，另一项计算为的是考察可用于参与特权分配的收益总量。

例:

美国瑟兰丝公司，1933年

可用于股息分配的净收益…………………………$5454000

最优先股股息($7)‥，…………………………………800000

以97的股息率计算的第一参与优先股股息……………1011000

第一参与优先股:额外参与股息……………………364000

可用于分配普通股股息的余额……………………3279000

最优先股股息保障倍数…………………………………6.8倍

最优先股和参与优先股($7)股息保障倍数

…………………3.0倍

参与优先股每股收益:含参与股息每股

……………………9.52

附权证券与相关普通股的比较—在前文对附权证券总体优点的讨论中，我们曾经指出，有时这类证券提供了一种安全性和获利机会的美妙结合。更为常见的情况是，人们会发现附权高级证券比同一公司的普通股更有价值。由于这种结论是在相对比较的基础上得出的，因此会比直接断言某种证券绝对有价值要稳妥得多。用一个例子可以说明这一点。

例:基思一阿尔比一奥菲厄姆公司发行的股息率$7的累积性优先股，可转换成3股普通股。1928年，优先股获得了全额股息，而普通股却一无所获。在这一年，有很多机会允许普通股持有人以转换平价或接近转换平价的价格，完成将普通股调换成优先股的操作，下表提供了几个日期中两支股票真实价格关系的数据:

| 日期，1928年 | 基思一阿尔比一奥菲厄股 |
|---|---|
| 8月8日 | 84.625 |
| 9月13日 | 99.75 |
| 10月9日 | 95 |
| 11月3日 | 102 |

这样一种调换是可取的，因为普通股的持有人进行这种操作可以创造获利的机会，同时几乎不会丧失任何既得利益。在以上的价格下，，优先股的收益率为7%或更高，而且股息支付的安全边·际相当大。与此形成对比的是，普通股的收益为零。如果普通股的价格上扬，优先股的价格势必以同样的百分率随之上涨，这正是后来发生的情况。相反，如果普通股的价格下跌(这是再后来发生的情况)，优先股价格下跌的百分比绝对一会少一些。

与此同时，瑞迪欧一基思一奥菲厄姆公司作为基思一阿尔比一奥菲厄姆公司和其他一些类似公司的控股公司，于1928年10月成立。瑞一基一奥公司发行了A类普通股，以1换1的条件替换基思一阿尔比一奥菲厄姆公司的普通股，而基思一阿尔比一奥菲厄姆公司股息率$7的优先股可以选择转换成3股基思一阿尔比一奥菲厄姆公司的普通股，或瑞一基一奥公司的A类股票。在此之后的数月内，瑞一基一奥公司A类股票的持有人有很多机会可以以非常接近转换平价的价格，将持有证券调换成基思一阿尔比一奥菲厄姆公司的优先股。

“转换平价(Parity)”,溢价(Premium)”和“折价(Discount—当可转换债券或优先股的市场价值，正好相当于转换可得普通股在现行价格下的市场价值时，我们称这两种证券正在以“转换平价”出售。260当高

级证券以高于转换平价的价格出售时，这种情况被称为以溢价出售，该价格与转换平价之间的差额被称为溢价额或“差价(spread)"。反之，如果可转换证券的价格低于转换平价，则两者之间的差额有时被称为折价。z7

可以通过可靠的分析创造利润的领域—对瑞迪欧一基思-奥菲厄姆公司证券的讨论，是一个不太常见的、可以通过证券分析得到明白无误的可靠结论的案例。瑞一基一奥公司A类股票的持有人将所持有的股票调换成基思一阿尔比一奥菲厄姆公司可转换优先股的操作不会给他们带来任何损失，并且他们很有希望—实际情况正是如此—从投资收入增加和证券市场价值膨胀两个方面获得可观的利益。从这个意义上说，附权证券为更加科学地运用技术分析提供了一个前景广阔的领域。以上的例子同样揭示了活跃的上升市场中的典型的价格关系。当存在着一种可转换成普通股的高级证券时，集中于普通股的投机兴趣经常使普通股的价格水平接近于(有时甚至高于)与之相对应的高级证券价格—公众对这个价格很少关注—的转换平价。

第二个例子—作为说明这个有趣现象的第二个例子，我们介绍一下统一纺织品公司利息率7%的可转换债券及其相关股票在市场跌荡起伏的1919一1921年间的价格变化情况。该公司组建于1919年9

月，它联合了原有的6家结构完善的纺织品生产企业。公司的股票在纽约股票交易所上市，1919年11月的价格为$31.75，到了1920年4月，最高价达到$46.25。一个月之后，公司以$98.5的价格向公众发行了总额$3000000、利息率7%,1923年到期的短期可转换债券。这种债券在附录35中已经讨论过，保护转换特权利益不受股权稀释侵害的特别条款给这种债券增添了独特的价值。在此前的3年中，几家前身公司的合并收益平均达到这种短期债券费用支出的9倍，并且呈现出上升的趋势。根据合同条款，债券可转换成(从1920年5月1日开始)22股普通股，当时普通股的年股息率为$30

在1920年4月，公司的股票持有人可以将股票售出，并调换成对应着相同数量股票的短期债券，在获得转换特权的同时所费无几。比如在4月23日，短期债券可以以$98.5的价格从市场上购得(对应于该价格的股票转换平价为$44.75)，同时股票的市价为$44。对于将22股股票调换成更具价值的短期债券形式而言，为这种操作所支付的$17差价根本算不了什么。每年来自于这种债券的收入是$70，而根据当时的股息率，22股股票的年股息额为$66。不仅如此，如果股票的市场价格继续向上攀升，短期债券的价格必然会同比例地提高，相反如果股票价格跌落，那么债券的价格很可能较股票价格更坚挺一些。

后来发生的事情确证了这种调换操作的英明之处。在1920-1921年的萧条中，公司的收益锐减。普通股价格急转直下，股票持有人在1920年11月被允许以每股$21的价格认购新发行的股票。转换价格因此从$45.45降低到了$21，这不仅再一次为短期债券提供了诱人的获利机会，而且致使债券价格上涨。(它始终以相当接近于平价的价格出售0)1921年初，股票的股息支付被中止，价格也下跌到了$12.75的低水平。但与此同时，债券的价格仍然保持在$95以上;同年的下半年，当股票价格低到极点的时候，债券的价格却呈现出上升的趋势，这种趋势一直持续到公司以容102.5的价格在1921年10月1日提前赎回了债券。

以上讨论的结论—很显然，当一种可转换证券以相对于普通股的转换平价出售时，它比后者更具价值，除非它的价格远远高于投资性价格区间，这会使它仅仅成为普通股契约的另一种形式。(布鲁克林联盟煤气公司利息率5.5%,1936年到期的可转换债券是第二种情况的一个例子。这种从1929年1月1日开始可转换成20股普通股的债券，在1927一1932年间—包括首尾两年一一的售价始终保持在$147以上，1929年还曾经达到过489z,)一般来说，以一定的成本换取高级证券的强安全性是值得的。当可转换证券的投资回报率高于普通股时，这一点是毋庸置

疑的，即使前者低于后者，在某种程度上这仍是一种值当的调换。当瑞迪欧一基思一奥菲厄姆公司的A类股票一无所获时，基思一阿尔比一奥菲厄姆公司优先股却享受着7%的股息收入，在这种情况下，即使优先股的价格高于相对于普通股价格的转换平价，比如5个点(即优先股的价格为$110，普通股的价格为$35)，优先股也无疑要比普通股更有价值。

调换—这样我们就总结出了一条行之有效的原则:希望在公司中保持其利益份额的普通股持有人，只要同一公司的可转换高级证券在自身品质的支持下以投资性价格出售，并且该价格接近于转换平价，他就应该将股票调换成这种证券。至于普通股持有人进行这种操作所支付调换成本的上限为多少，这应该根据个第25章附认吸林证的离报伍券，参与证券，调换和对冲2胆人的主观判断决定。如果他对公司的前景充满信心，他往往不会愿意为了防范股票价值的跌损而实施任何代价较大的调换。但是经验表明，为了获得安全的可转换证券相对于普通股所具有的战略性优势地位，付出看似得不偿失的代价，是一种聪明的做法。28

对冲(hedging)—当市场走下坡路时，品质优异的可转换证券对比普通股所存在的优越性就洞若观火了。高级证券价格的贬损程度通常没有普通股价格那么剧烈，这样两种价格从原先接近转换平价的

关系，变为出现很大的价差。在统一纺织品公司的例子中，当普通股价格下跌了60%的同时，债券的价格却扶摇直上(开始的原因是转换条件的有利变化，后来是因为提前赎回的行动)。这类情况出现的可能性，为一种被称为“对冲”的特殊的市场操作创造了条件，即操作者买人可转换证券，并以接近转换平价的价格卖空(sellshort)与之对应的普通股。29 如果市场的升势历时而不衰，操作者将对高级证券实施转换，从而以轻微的损失结束操作，该损失包括开始的价差加上置存费用(carryingexpenses)。但是如果市场的大势大幅回落，他可以通过“撤消(undo)”原操作的操作—卖出高级证券并买回普通股—而大赚一笔，。

借助基思一阿尔比一奥菲厄姆公司的可转换债券和瑞迪欧-基思一奥菲厄姆公司A类股票的例子，我们可以对实际的对冲操作作一说明。假设对冲头寸设立于1929年5月1日，1929年5月26日轧平了头寸或“撤消”了初始操作:

1929年5月1日卖(空)瑞一基一奥公司A类股票300股@39.875………$11962.50

减去佣金($45)和税($12)…………………………………………57.00

卖空操作的进项…………………………………………$11905.50

1929年5月26日购买瑞一基一奥公司A类股票300股@29………………8700.00

加上该操作的佣金……………………………………………………45.00

轧平头寸的成本……………………………………………………$8745.00

卖空操作的利润……………………………………………………$3160.50

2.1929年5月1日购买基思一阿尔比一奥菲厄姆公司

优先股100股@120·…………………………………………$12000.00

加上佣金($25)…………………………………………………25.00

购买股票的成本……………………………………………$12025.00

1929年5月26日出售基思一阿尔比一奥菲厄姆公司优先股100股@98…$9800.00

减去佣金($20)和税($4)………………………………………24.00

出售多头股票的进项…………………………………………$9776.00

加上多头股票的股息收入(1929年5月19日优先股以除息价出售)………175.00

出售多头股票进项加上股息的净收入
……………………………$9951.00

做多头的损失
…………………………………………………$2074.00

3.卖空操作所得的利润…………………………
$3160.50

做多头所遭受的损失
………………………………2074.00

对冲操作的净利润
………………………………1086.50

以上操作中，投人交易资金所获得的利润率为9%，该操作共历时26天，照此计算每年的利润率超过了100%。由于交易中不存在亏损的可能性，因此优先股购买成本中的相当一部分可以采用借款的方式取得，这就大大提高了操作者自有资金的利润率。只要客观条件有利，这种形式的操作提供了一种获得巨大利润的机会，而对应于利润的可能损失却十分有限。它尤其适合作为一种抵补其他金融契约风险的工具，因为这种操作获得利润的条件是市场在下行通道中运行，此时其他持有证券很可能出现亏损。

对冲操作的一些技术特征—对冲的技术特征不胜枚举，因此这种操作不象我们所作的概括性描述

那样简单和“易如反掌”。本书的篇幅不允许对对冲操作进行详细的讨论，因此我们只能列出长于此道者在进行这种操作时所需考虑的一些因素:

1借人用于卖空的股票的能力和无限期地保持空头地位的能力。30

2.建立头寸的初始成本，包括价差和佣金。

3维持头寸的成本，包括做多头资金的利息费用、做空头的股息、借人股票可能发生的应付费用和与再借人股票(reborrowingsofst(yck)有关的印花税—减去以多头证券的应收利息或股息，和做空用资金的利息减免形式出现的抵扣项目。

4.在机会出现的情况下，实施操作可能获取的利润量。这种最大利润和可能的最大损失—包括第(2)项加第(3)项—之间的关系。

应该明确的一点是，在这种操作和其他对证券的操作中，作分析之用的潜在利润数字不是市场价格的变化所可能提供的最大利润，而是操作者在轧平头寸前所可能出现的最大利润。一旦一定的利润被斩获，随后出现的本来有可能实现的进一步的利润就只乘J下研究的价值了。

对冲的一种中间形式—对冲的一种中间形式的操作程序是，买进可转换证券，同时卖出对应于这些证券的普通股的一部分，比方说通过转换可获得的普通股的一半。在这个基础上，无论普通股的价

格大起或是大落，操作者都将获得利润。这也许是最为科学的对冲形式，因为它无需顾及未来价格的走势。要想这种形式的对冲操作取得好的效果，需要满足两个前提条件:

1。高级证券的安全性必须非常高，以至于在普通股价格陡玟时，它的仍能保持在接近平价的水平。一种期限较短的优质可转换债券是能够满足这个要求的证券类型。

2.普通股的投机利益要很大，也即价格的涨跌波动剧烈。

1918一1919年对皮尔斯石油公司利息率6%,1920年到期债券及该公司的普通股的操作，提供了这种对冲形式的一个应用实例。31

以上所描述的可转换证券的优点，在参与证券和附认股权证证券中也能够发现。后一类附权证券无疑可以作为对冲操作的一种媒介。同样可以发现，将普通股调换成这种证券是大有裨益的。第22章讨论的兰德·卡戴克斯公司利息率5.5%的债券，不仅在发行之初就是一种有价值的纯粹投资，而且它显然是A类股票合适的替换品。除此之外，该债券还提供了一个有利可图的对冲机会。与此类似，准备长期投资于西屋电气和制造公司的人，当1929或1930年参与优先股的价格低于普通股价格时，将普通股调换成优先股显然是明智的做法。不过对于这

种情况，在优先股和普通股之间进行对冲操作将面临特别的风险，因为高级证券在这里不能转换成低级股票。

- **第26章安全性存在问题的高级证券**

1932年，正当证券市场处于底谷之时，至少80%的公司债和优先股的安全性问题日益突出。32即使在1929年大崩溃来临之前，投机性高级证券已经多如牛毛，在经过了这些年之后，它们的数量定然有增无减。因此，金融界面临着一个不容乐观的情况，即相当大比例的美国证券现在属于所谓的不合适的类别。劣等债券和优先股是一种相对而言不大受欢迎的契约形式。投资者肯定不会购买它们，而投机者通常更喜欢操作普通股。一个似乎很有道理的观点是，如果某个人决定进行投机的话，他必须选择一种纯粹的投机媒介，以避免受制于市场价值和收入回报的上限，或被首鼠两端于投机和投资之间的可能性所累，这些恰是低价债券和优先股的缺陷。

低价债券利润的有限性并不是一个真正的缺点

—尽管对这些不人流证券的否定意见言之成理，我们不能否认这样的事实:它们的品质良莠不齐、相差悬殊，而且它们被无数的证券持有人所持有，因此它们肯定受到了各种各样的证券分析方法的严格检验。可以这样认为，由于这类证券的供给量巨大而且缺少自发的需求，这会导致低于内在价值的价格水平的出现。即使我们承认这类证券的形式天生不太讨人喜欢，但令人心动的价格已足以弥补这一缺憾。不仅如此，低价债券和普通股相比在资本利得方面的局限性实际上是微不足道的，因为普通股购买者真正实现的利润，通常并不比来目于投机性高级证券的利润更高。例如，让我们假设有一种利息率5%,售价察35的债券，其可能的最大价格涨幅是70个点，或200%,而平均而言，在没有危险的“牛市心理(bull一;。-ketpsychology)”作祟的情况下，以$35的价格购买的普通股的持有期利润不会超过这个数:

有关投机性债券的两种观点—在考察投机性证券的问题L，存在着两种截然相反的分析角度。我们可以从投资品的标准和收益的角度对它们进行分析，其中最关键的问题就是，低价格和高回报是否足以补偿在安全系数方面作出的让步。或者我们可以用普通股契约的标准对它们进行衡量，这样会出现一个相反的问题，即:“一与普通股相比，低价债券较低的本金减损的风险，是否可以补偿资本利得

的可能性较小的弱点?”一种证券越是符合投资品的条件—售价越是接近投资性证券的价格—人们越倾向于从投资的角度对它进行分析。而被滞付股息导致价格奇低的债券显然会引导人们采用相反的分析方法。这里我们遇到了一种司空见惯的由于缺少明确的区分标准所引起的分类上的困难，因为在一钱不值和绝对安全两个极端之间的任何可以想象到的过渡性位置上，都可以发现相应的证券。

普通股分析法更为可取—尽管如此，我们认为从考察普通股的视角来分析投机性高级证券更具合理性，也更为有效。这种方法将对这类证券的风险进行更为彻底的评估，从而可以更为明确地固守专门的检验标准:或是必要的安全性，或是特别的获利机会，或两者兼顾。从普通股角度而不是从投资的角度来考察这类证券还会促使购买者更深人地考察公司状况—至少对于聪明的证券购买者是这样。

对于购买品质一般、售价略低于平价的债券来说，使用这种考察方法就明显不合时宜了。这些债券和二流的高息票利率债券一样，属于我们在第7章中考察并否定过的“商人投资(bussinessmen'sinvestments)”类证券。可能有人会指责说，如果人们普遍采取这种态度的话，很多证券的价格将大幅度地剧烈波动。假设有一种利息率为5%的债券，如果它的品质符合严格的投资品标

准，其售价就将保持在平价以上，但只要它的品质稍稍降低到标准以下，价格就会陡然降低到比如说$70;反之，只要债券的品质略有回升，价格将一下子跳回平价。显然，债券的报价没有任何理由停留在$70到恶100之间的某个位置上。

不过，实际情况没有这么简单。关于一种证券的安全性是否足够的问题，每个投资者的评判结果不尽相同，原因主要是，评判中既有定量的和客观的标准，又有定性的和主观的标准。因此，70到100之间的价格可以落人较松或较紧的安全性分划区间中、。这意味着，如果根据某个投资者的个人评判标准，一种价格比方说是$95的债券可算是高品质的，那么他就有理由购买这种债券;尽管他也知道，在其他投资者的眼中，这种低于典型的投资性价格较多的债券价格是有问题的。由于这种情况的存在，范围大约为70至100之间的价格区间，在证券地位的分析方面可被称为“主观离差(subjectivevariations)”区。

因此，投机价值开始出现的临界价格大约为70(对于息票利息率在5%以上的债券而言)，资本增值的最大可能至少可以达到本金的50%。在购买这类证券时，我们建议投资者采取和谨慎选购普通股一样的态度;换句话说，应该对损益帐户和资产负债表进行同样深人的分析，并对未来可能出现的情况

—或吉或凶—付出同样的精力进行评估。

普通股和投机性高级证券之间的重要差别—因此，我们不必致力于建立和固定价值证券分析所对应的、适用于选择投机性高级证券的数量检验模式。另一方面，尽管采用应用于普通股的研究态度和分析技术对这类证券进行考察较为适宜，不过，认识到存在于普通股类证券和投机性高级证券之间的某些重要的差异是非常重要的。

低价债券和公司的虚弱实力有关系—在前文中，我们曾经谈到过高级证券赢利的可能性有限的问题。这种局限性对于不同的公司影响各不相同，但是总的来说我们不认为它是一个关键性的弱点。对低价债券或优先股更为切中要害的否定理由是，它们与公司实力的虚弱、衰退或不景气有联系。显然，这样一种证券背后的公司不会是业绩斐然的;而且，公司的经营状况肯定正在走下坡路，因为这种证券的初始价格比现价要高得多。在1928和1929年的普通公众眼里，这样一种考虑已经足以彻底地全盘否定这种证券。当时的公司被分为两类，一类是经营成功并蒸蒸日上的，另一类是业绩每况愈下或走人穷途末路的。第一类公司的普通股无沦价格多高都倍受青睐，而后一类公司证券从来就无人问津，不管价格是多么地贱。

随后的萧条一下子粉碎了这种认为一家公司强

者恒强、弱者恒弱的观念，从前的认识又回到了人们的心中，即，时间会给工商企业的命运带来吉凶莫测的变化。由于收益滑坡导致的债券和优先股的低价格，并不预示着公司的前景暗淡得不可救药、转机无望。随着景气的有所复苏，很多在1931至1933年间历经坎坷的企业的盈利能力肯定会在很大程度上得到恢复。因此，期待历经萧条的高级证券的市场报价大幅度地回升和预期普通股价格将全面上涨有着同样充分的理由。

很多证券的价值相对其投资地位和合同地位而言受到低估—我们已经谈到过，投机性高级证券由于受到公众的冷落，相对于内在价值而言，它们的价格往往低于普通股票。从聪明的购买者的角度来看，这种状况无疑是一个天赐良机。分析其内在地位，投机性债券—优先股在一定程度上也是这样—可以在合同权利方面获得重要的利处。支付债券利息的固定债务，通常促使公司尽可能按期进行这种支付。如果我们假设，一组经过精心挑选的低价债券中的相当大部分可以逃脱利息支付违约的厄运，那么一定时期内这一组证券的平均收入，肯定远远超过类似价位的普通股的股息收入。

在这个方面，优先股的地位远不如债券那么有利，但规定在股息滞付时投票控制权向优先股股东转移的条款，在某些情况下也有助于迫使公司按期

支付股息。只要现金充裕，即使收益状况不佳导致证券市场价格低靡，出于保持良好信用记录租避免累积性负担的目的，公司也常常会定期发放股息。

例:世纪条板制造厂有限公司在从1926到1932年的7年中，总共有6年的收益不足以支付优先股股息，该股票的价格经常下降到$50左右。但是，优先股的股息在这一时期内从未间断过支付，相反普通股在同期却没有收入任何股息。与此类似，1929年以$30的价格购人环球电影公司第一优先股的购买者，在随后的3年大萧条时期中将定期得到8%的股息支付，这之后股息才被滞付。

投机和投资所考虑的合同条款的要点不同—在股息按期支付方面，读者必须认识到优先股的投资和投机两种性质之间的区别。从投资的角度看，重要的是股息支付的确定性，和债券相比，缺乏无条件的要求权是优先股的一个弱点。从投机的角度看，更应看重的是在不利的条件下继续支付股息的可能性，优先股具有某些能够影响董事们决策的准合同性要求权(semicontractualclaims)，它们无疑为优先股提供了普通股所不具备的优势。

营运资金和投机性高级证券安全性的关系—营运资金充沛几年前即使是不景气的工业部门企业也具有这种特征—给高级证券带来的直接好处要比普通股大得多。它不仅使得利息和股息有可能得到按

时支付，也对证券本金的偿还—到期偿还或通过偿债基金的运行进行偿还，或通过自愿购回计划偿还—至关重要。债券或优先股的偿债基金条款，不仅有助于推动证券的市场报价，同时也提高了证券的内在地位。这种优势是普通股所缺乏的。

例:弗朗西斯·H·莱格特公司从事食品的制造和批发业务，该公司所发行的总额$2000000、股息率7%的优先股附有一项偿债基金条款，该条款规定每年通过基金偿还3%的证券。截止1932年6月30日，流通在外证券减少到$608500，由于未清偿证券余额较少，在深度萧条时期，该证券被以$110的高价提前赎回。同样，在1922到1932年间，世纪条板制造厂有限公司的优先股从$2000000减少到了$1000000;环球电影公司未清偿第一优先股在19211年和1932年10月29日之间，从$3000000减少到了$17864000

较高的净速动资产覆盖率的重要性—如果净速动资产达到低价债券总额的数倍，这代表了一种特别的机会，因为实践表明，在这种情况下即使收益状况不良或波动较大，本息的还付也会有较大的保证。

例:电气冷藏公司(凯尔文特公司)发行的利息率6%,1936年到期的债券，1929年11月售价为$66，根据当时最新的财务报表，对应于总额$2528500的未清偿债券，该公司的净速动资产达到$6008900。尽

管在1927和1928年公司存在营业赤字，但在截至1929年9月30日的会计年度中，可用于支付固定费用的收益为固定费用的9倍，而且净速动资产达到债券市场总值的近4倍。该证券的价格在1930年回升到接近平价的水平，并于1931年被提前以$105的价格赎回。同样，电气冷藏建筑公司发行了利息率6%,1936年到期的第一抵押债券，该债券从实际效果上讲受到凯尔文特公司一项租约的担保，债券在1932年7月的售价为$70,当时母公司的净流动资产总额达到非1073001)未清偿债券的大约6倍，并超过了这些债券市场总值的8倍。1933年，债券被以101.5的价格提前赎回。

这方面的例子还包括默里公司发行的利息率6.5%,1934年到期的第一抵押债券，该债券在1932年的售价为$68由于这一年出现了营业亏损)，尽管公司的净流动资产超过了证券平价价值的2.5倍，并接近债券市场总值的4倍;西德尼·布卢门撒尔公司发行的利息率7%,1936年到期的中期债券，1926年的售价为$70，当时公司的净速动资产总额为债券平价总值的两倍，并达到债券市场总值的3倍(1930年该债券被以$103的价格提前赎回);贝尔丁·海明威公司利息率6%,1936年到期债券在1930年的售价为$67，这一年公司的净流动资产总额接近债券平价总值的3倍，并超过了市场总值的4倍。在后一个例子中，

1930年和1931年，公司对存货进行了清仓甩卖，所得货款被用于以市场购回的形式清偿80%的债券。1934年初，剩余的未清偿债券被以$101的价格提前赎回。

在这种情况下，一般来说获得利润的机率要多于蒙受损失的机率，而且利润量的期望值要大于亏损量的期望值。确实，具体到某一种特定的证券，持有风险仍然是相当大的，以至于我们不能将这种契约称为投资。不过我们认为，只要遵循分散风险的保险原则，采取同时购买若干种这类证券的策略，那么购买这一证券组的总合结果将具有堪称投资操作(investmentoperation)的足够的确定性。这正是我们在第4章中给出的有关投资的扩展定义所设想的可能性之一。

速动资产头寸重要性的局限—很明显，在选择投机性债券时，营运资金因素在分析中占有相当大的权重。但是过分夸大它的重要性，以至于认为只要净速动资产额充分地高于债券总额，这种债券就具有足够的安全性，这也是错误的。只要出现营业亏损，前期的资产负债表中所显示的流动资产就会大幅减少;更重要的是，在财务清算过程中，资产的帐面价值将变成根本靠不住的数字。33

对此可以列举很多例子，这里我们只提一下R-霍伊公司利息率为7%的短期债券和阿贾克斯橡胶公

司利息率为8%的第一抵押债券。尽管在1929年这些债券所对应的营运资金充足，但随后它们的价格却跌到了2美分的超低水平。(还可以参考我们在附录32中讨论的威利斯一奥弗兰公司利息率6.5%的第一抵押债券，和伯基和盖伊家具公司利息率6%的第一抵押债券的例子。)因此，我们必须区别两种情况，一种情况是，财务报表显示营运资金勉强高于长期债务，另一种更说明问题的情况是，营运资金高于债券价值许多倍。前一种情况总是一种有利的迹象，但却没有任何决定性的作用。如果辅以其他有利因素，例如正常年份中较高的收益覆盖率，以及总体上令人满意的定性指标，这种证券将极具价值，不过最好将它作为这类证券购买组合中的一部分。

得到净流动资产保障的低价工业类债券的例子.1932年，单位为1000.

| 证券名称 | 到期年 | 1932年最低价 | 资产负债表日期 |
| --- | --- | --- | --- |
| 美国座套公司利息率6% | 1936 | 17 | 1932年9月 |
| 克鲁斯博钢铁公司利息率5% | 1940 | 39 | 1932年6月 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 迈克森和罗宾斯公司利息率5.5% | 1950 | 25 | 1932年6月 |
| 马里恩蒸汽挖掘机公司利息率6% | 1947 | 21 | 1932年6月 |
| 国民顶点公司利息率6% | 1942 | 54 | 1931年12月 |

**1931年费用的覆盖倍数，需要调整的数据进行了适当调整。

投机性优先股—价格变化的阶段性—投机性优先股比投机性债券更容易受到市场炒作行为的操纵，因此这类优先股和普通股票一样，经常处于价值高估的状态。这样，我们可以区分出优先股价格变化过程中可能出现的3个阶段，在每个阶段中，市场报价都有偏离内在价值的倾向:

1.第一个阶段出现在证券的初始发行期，这时投资者以不受证券内在价值限制的、十足的投资性发行价格购买证券。

2.在第二个阶段，证券缺乏投资品质的真相逐渐暴露，其价格也政落到了投机性水平。在这一时期，由于前面讨论过的原因，往往出现价格超玫的现象。

3.如果证券受到与炒作普通股同样的方法的操

纵，第三个价格阶段就会出现。在这种背景下，为了诱使参与投机的公众在膨胀的价位下购买证券，一些重要性值得怀疑的因素—例如累积股息的规模—受到刻意的渲染。

稍后我们将给出一个有关价格的第三个或炒作性阶段的例子。

“高级证券最高佑价”法则—为了避免受到第三个价格阶段所特有的各种宣传的误导，并为分析投机性高级证券提供一个总的指导思想，我们在此给出一条证券分析的原则，它可以被称为“高级证券最高估价法则。”

一种高级证券的内在价值不可能超过占据了该高级证券的地位的普通股所可能具有的价值。

通过一个例子可以更好地理解这个表述。

X公司和Y公司具有相同的价值。X公司发行了80000股优先股和200000股普通股，Y公司发行了80000股普通股，没有发行优先股。因此根据我们的原则得出的结论是，1股X公司优先股的价值不会高于1股Y公司普通股的价值。这样说是因为Y公司普通股所代表的价值，与X公司优先股和普通股所代表价值的总和相同。

除了比较象X和Y公司这样具有相同价值公司的情况以外，还可以比较一家公司进行资本调整前后的情况，假设X公司的老普通股被废除，则优先股

成为唯一的股种，即新普通股(我们可以命名一个术语来定义这种假设的变化，即优先股的"普通股化W;)。这样，可以用我们的原则来说明一个显而易见的事实，即通过这样一种假设的变化形成的普通股的价值，不会低于它所替代的优先股的价值，因为前者的价值相当于优先股加上老普通股的价值。同样的关系也适用于投机性债券—存在优先地位较低的普通股或同时存在普通股和优先股。如果债券被"普通股化"，即假设在旧股票被废除的情况下，债券转变成了普通股，那么因此而形成的新普通股的价值，不会低于债券目前的价值。

无论息票或股息率、平价价值或高级证券的赎回价格有多高，这种关系都存在;特别应该指出的是，这种关系的存在和未付利息或股息累积额的大小无关。理由是，如果某种优先股每股的累积股息为$1000，那么这种股票的价值不会高于某种代表同一企业完全的所有权的普通股(没有累积的股息)所具有的价值。欠付股息不会增加公司所发行的所有证券的总价值，它只会影响到公司的总价值在普通股和优先股之间的分配。

累积股息重要性的夸大—尽管稍加分析就可以发现上述论

断几乎是一个自明之理，但是当公众怀着一种赌博的心理时，他们往往对这个最简单的关系原则

视而不见。因此，拥有大量累积股息的优先股成为市场炒作的宠儿，而累积股息正是优先股和普通股价格遥遥领先的根本原因。说明这种现象的一个绝好的例子是由美国铅锌熔炼公司股票在1928年的表现所提供的。

美国铅锌熔炼公司的优先股是作为普通股的一种股票股息而出现于1916年的，这种交易相当于将原来的普通股拆分成为优先股和新普通股。优先股的设定平价为$25，但是它具有所有的平价为$100的股票的性质($6的年累积性股息，赎回价格和清算价值为$100)。这种安排显然是为了使资产负债表反映出的优先股负债比实际规模小得多而采取的一种处理方法。从1920年到1927年，公司连续出现亏损(除了在1922年出现了微不足道的利润以外);优先股股息在1921年开始欠付，到1928年，每股的累积股息已达到大约$40}

1928年，公司有所得益于景气的大气候的影响，优先股每股收益勉强达到了$6。然而，公司所发行的证券却在市场上被大肆炒作，优先股价格从1927年的$35上升到1928年的$118，同时普通股价格更是从$6暴涨到$57。这些价格的上涨受到一个有关清偿累积股息的方案的传闻—未说明方案的细节—的推波助澜。不出所料，这个方案只是一个谣传，始终也没有兑现。

赌博心态在这个例子中反映得淋漓尽致，在这种心态下，欠付的优先股股息被荒唐地视作优先股和普通股价值的一个组成部分。对普通股进行投机操作的理由是:“优先股的累积股息即将得到偿还，这会对普通股有利，因此应该赶紧买一点普通股。”根据这种颠三倒四的推理，如果在普通股的要求权之前不存在欠付股息的话，这种普通股反而没有什么吸引力(即使价格相同)，因为在这种情况下，人们无从期待出现一个令人兴奋的累积股息清偿计划。

我们可以用美国铅锌熔炼公司的例子来说明在实践中应用‘:高级证券最高估价法则”的方法。对于美国铅锌熔炼公司的优先股，$118这个价格是不是太高了呢?假设优先股股东拥有整个公司的所有权，这将意味着一家经过了8年的亏损之后的公司所发行的.,1928年每股收益为$6的普通股的价格为$118。即使在1928年中公司经营状况最好的日子里，以这么高的价格面市的这样一种普通股票，对投机者来说也是没有任何吸引力的。所以，运用我们的法则所得出的结论将否定以虚胀的价格购买优先股的决策。

最令人啼笑皆非的现象是，美国铅锌熔炼公司普通股的报价居然冲高到了$57，因为这将使公司的价值如下所示:

优先股，80000股@118……………………………$9440000

普通股，200000股@57……………………………11400000

总价值………………………………………………$20840000

收益．1928年……………………………………481000

平均收益，1920—1927年…………………………- 188000

为了与上面所估计的美国铅锌熔炼公司的总价值保持一致，假想的普通股(以80000股为基础)的售价必须达到每股$260，每股收益仅为$6，并且不支付股息。这个数字说明，例中不谨慎的公众在发掘欠付股息价值的过程中已经被误导到了怎样的程度。

在这个问题上，美国皮革公司提供了另一个不如上面这个例子这么极端的案例。在1922到1928年间(包括首尾两年)，该公司优先股的每股收益从未超过$4.41，而且公司的平均利润非常低。但是，在这7年当中，优先股的价格始终保持在$66以上。长期支撑着这种坚挺价格的力量，来自于在这一时期从每股$120增长到非ns的高额累积股息所产生的对投机活动的吸引力。

应用我们的法则，可以假设美国皮革公司的优先股拥有企业完全的所有权—它实际上正是这样的。这样，出现在我们面前的就是一种很多年没有分配股息，并且每股年平均收益(采用1922一1927年间的数据)最多只有$2的普通股票。对于这样一种普通股票，$65以上的价格显然高得过分了。因此美国皮革公司优先股的价格是偏高的，而且无论累积股息的数额有多大，对这个结论的影响都是微乎其微的。

资本结构的差异对证券总市值的影响—从以上的讨论中，我们可以引伸出这样一个规律，即单一股本证券的价值，总是等于可将它拆分而得的任何优先股和普通股价值的总和。从理论上说这一点是完全正确的;但是从实践来看，它可能是完全错误的，因为将资本分散为高级证券和普通股两种存在形式，要比只有普通股一种形式更为有利。在名为“资本结构”的第40章中，我们将对这个问题展开讨论。

我们对刚刚提到的这个原则和前述的“最高估价法则”之间的区别阐释如下:

1.假设X公司二Y公司

2.X公司发行有优先股(P)和普通股(C);Y公司只发行有普通股(C')

3.那么一个看似成立的关系是

P的价值+C的价值=C‘的价值

因为等式两边代表了同样的内容，即每家公司的总价值。

但在实践中，这个想当然的关系却可能不成立，因为优先股加普通股的资本构成形式，要比完全由普通股构成的资本结构具有更大的优势。

另一方面，我们所提出的“最高估价法则”揭示只是这样一个关系，即P这种证券单独的价值不会超过C‘的价值。这个关系无论在实践上还是在理论上都是成立的，除非人为的炒作或无度的投机活动完全抑制了人们理性分析的能力。

我们的法则是以一种否定的形式出现的，因此也主要应用于否定某种价值。它最有效的应用领域是探察优先股或债券的价值低于其市场价格的情形。正面地运用这个法则的必要程序是，首先在“普通股化”(即让优先股代表企业的完全所有权)的基础上确定优先股的价值，然后决定应从这个价值中扣减的项目，以准确地反映既存的普通股所拥有的所有权的价值。有时通过这种方法可以发现，所考察的高级证券的内在价值高于它的市场价格。但是这样一种程序将把我们带到一个远离数学公式的领域，进人难度较大和缺乏确定性的普通股估价领域—我们随后将讨论这个问题。

- **第27章普通股投资理论**

在导言的讨论中，我们指出了将分析技术应用于投机性场合的努力所面临的固有的困难。由于普通股是投机性因素特别密集的领域，因此对这种证券的分析往往是没有定论和令人失望的。甚至可以这样说，只要这种分析得出了看似确定的结论，那么这种结论就可能存在误导的危险。有鉴于此，更为深人地考察普通股分析的功用是很必要的。我们必须从三个真实的前提开始这一讨论。第一，普通股在我们的个人财务结构中具有根本的重要性，而

且很多人对它报着狂热的兴趣;第二，普通股的所有者和购买者通常迫不及待地希望对它的价值有一个真切的认识;第三，尽管购买者的内在动机纯粹是一种冒险的贪婪，但是由于天性使然，人们总希望用堂而皇之的解释来掩盖这一丑陋的动机。套用伏尔泰的一句格言，可以这样说，即使不存在什么普通股分析理论，臆造一个这样的东西也是有必要的。

普通股分析的主要用途—因此，我们被引向了

这样一个问题:“普通股分析在何种程度上能够成为一种切实有效和具有真正价值的活动，它又在何种程度上只是在把钱财下注于企业和股票市场的未来之前，所进行的一种空洞但又不可或缺的仪式呢?”最后，我们将发现类似这样的答案:“就一支典型的普通股而言—随机地从一份名单中指定一支股票—无论多么精密的分析，都不大可能得出诸如它是否值得购买或真实价值有多大的可靠结论。但是在对某些具体案例的分析过程中，根据企业的财务表现有可能形成一个言之成理的可信结论。”这也就是说，具有积极或科学价值的分析，只存在于对一些普通股特例的研究过程中。而对普通的普通股而言，这类分析要么必须看作是一种值得怀疑的帮助作出投机判断的工具，或者可以视为一种旨在对一些无法计算、但又必须计算的价值进行估计的很不准确的方法。

宾夕法尼亚铁路公司

| 年份 | 股价变动范围 | 每股收益($) | 每股分配股息($) |
|---|---|---|---|
| 1904<br>1905 | 70—56<br>74—66 | 463<br>4.98 | 3.O0<br>300 |
| 1906 | 74—6l | 5.83 | 325 |
| 1907 | 71—52 | 5.32 | 350 |
| 1908 | 68—52 | 4.46 | 300 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1909 | 76—63 | 437 | 300 |
| 1910 | 69—61 | 4.60 | 300 |
| 1911 | 65—59 | 4.14 | 300 |
| 1912 | 63—60 | 464 | 300 |
| 1913 | 62—53 | 420 | 3.O0 |
| | | | |
| 1923 | 48—41 | 5.16 | 300 |
| 1924 | 50—42 | 3.82 | 3.O0 |
| 1925 | 55—43 | 6.23 | 3.O0 |
| 1926 | 57—49 | 6.77 | 3125 |
| 1927 | 68—57 | 6.83 | 350 |
| 1928 | 77—62 | 734 | 3.50 |
| 1929 | 110—73 | 882 | 3.875 |
| 1930 | 87—53 | 5.28 | 4.O0 |
| 1931 | 64—16 | 1.48 | 3.25 |
| 1932 | 23—7 | 103 | 0.50 |

也许阐明这个论题的最有效方法是从历史的角度进行考察。这样一种考察不仅可以发现普通股分析的地位演变的脉络，而且有助于我们更深人地了解与其紧密相关的最重要的理论，即普通股投资理论。我们将首先接触到一组形成年代较早、看似合理的普通股投资原则。随着情况和环境的变化，我们会发现这些原则的正确性受到了挑战。它们的局限性促成了一种完全不同的普通股选择观念的形

成，这就是所谓的"新时代理论(n。一eratheo-动"，在令人称道的外表之下，这个理论所存在的内在危害性却鲜为人知。随着战前理论的衰逝和新时代理论弊端的凸显，我们最后将试图创立一组合情合理而且基本可靠的新的普通股投资理论。

艾奇逊一托皮卡圣菲铁路公司

| 年份 | 股价变动范围 | 每股收益($) | 每股分配股息($) |
|---|---|---|---|
| 1904 | 89—64 | 9.47* | 4．O0 |
| 1905 | 93—78 | 5.92* | 4.00 |
| 1906 | 111一85 | 12.31* | 4.50 |
| 1907 | 108—66 | 15.02* | 6．O0 |
| 1908 | 101—66 | 7.74* | 5．O0 |
| 1909 | 125—98 | 12.10* | 5.50 |
| 1910 | 124—91 | 8.89* | 6.00 |
| 1911 | 117—100 | 9.30* | 6．O0 |
| 1912 | 112—103 | 8.19* | 6．O0 |
| 1913 | 106—90 | 8.62* | 6.00 |
| 1923 | 105—94 | 15.48 | 6.00 |
| 1924 | 121—97 | 15.47 | 6．O0 |
| 1925 | 141—116 | 17.19 | 7.00 |
| 1926 | 172—122 | 23.42 | 7.00 |
| 1927 | 200—l62 | 18.74 | 10.00 |
| 1928 | 204—183 | 18.09 | 10．O0 |
| 1929 | 299—183 | 22.69 | 10．O0 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1930 | 243—168 | 12.86 | 10 . O0 |
| i931 | 203—79 | 6.96 | 9 . O0 |
| 1932 | 94一18 | 0.55 | 2.50 |

*截止到6月30E1的财务年度。

国民饼干公司

| 年份 | 股价变动范围 | 每股 |
|---|---|---|
| 1909 | 120—97 | 7.67( |
| 1910 | 120一100 | 9.86( |
| 1911 | 144—117 | 10.05 |
| 1912 | 161一114 | 9.59( |
| 1913 | 130一104 | 11.73 |
| 1914 | 139一120 | 9.52( |
| 1915 | 132—116 | 8.20( |
| 1916 | 131118 | 9.72( |
| 1917 | 123—80 | 9.87( |
| 1918 | lll一90 | 11.63 |
| | (接未拆股计算)@ | (按未 |
| 1923 | 370—266 | 35.42 |
| 1924 | 541一352 | 38.15 |
| 1925 | 553—455 | 4053 |
| 1926 | 714—518 | 4424 |
| 1927 | 1309一663 | 49.77 |
| 1928 | 1367一1117 | 51.17 |
| 1929 | 1657—980 | 57.40 |

| | | |
|---|---|---|
| 1930 | 1628—1148 | 59.68 |
| 1931 | 1466—637 | 5005 |
| 1932 | 820一354 | 4270 |

①截至下一年1月31日的年收益。

②截止到19I7年IZ月31日的n个月的收益。

(1922年，按照l股拆4股的比例进行了拆股，每股股息也比拆股前减少了75%}1930年又按照1股拆2股的比例进行了拆股。1923一1929年间对新股票公布的数字等于上表中对应数字的。类似地，上表中给出的1930-1932年的数字是这些年公布数字的17倍。

美国罐头公司

| 年份 | 股价变动范围 | 每股收益($ |
|---|---|---|
| 1904 | | 051① |
| 1905 | | -1.39② |
| 19@5 | | -1.30③ |
| 1907 | 8—3 | -0.57 |
| 1908 | 10—4 | -0.44 |
| 1909 | 15—8 | -O.32 |
| 1910 | 14—7 | -O.15 |
| 1911 | 13—9 | 0.07 |
| 1912 | 47一11 | 8.86 |
| 1913 | 47—21 | 5.21 |
| 1923 | 108—74 | 19.64 |

| | | |
|---|---|---|
| 1924 | 164—96 | 20.51 |
| 1925 | 297—158 | 32.75 |
| | (按未拆股计算)④ | (按未拆股计 |
| 1926 | 379—233 | 26.34 |
| 1927 | 466—262 | 24.66 |
| 1928 | 705—423 | 41.16 |
| 1929 | 1107—516 | 48.12 |
| t930 | 940—628 | 48.48 |
| 193l | 779—349 | 30.66 |
| 1932 | 443—178 | 19.56 |

①截至1905年5月31日的财务年度。

②截止到1905年i2月31日共计9个月的数字。

③未包括每股58美分的火灾损失。

④1926年实施了1拆6的拆股。192b一1932年对应于新股票公布的数字等于以上数字的。

普通股分析的历史—首先考察一下普通股分析的历史，我们会发现，在过去的30年中，两个相互冲突的因素始终活跃地发挥着作用。一方面，普通股作为一个整体，其充当投资媒介的声望(investmentprestige)日益显赫，主要原因是收益丰厚、股息支付准时和财务实力雄厚的普通股数量与日俱增。与此同时，公司财务报表公布的频率和内

容都大有进步，这为公众和证券分析家提供了丰富的统计数据。最后，出现了影响广泛的、断言普通股是一种卓尔不群的长期投资的理论。但是，在1927和1929年间，正当公众对普通股的兴趣如火如荼之时，购买股票的公众在股票价值评估方面，却逐渐背离了以事实为根据的证券分析方法和技术，越来越借重潜力和预期的因素来作出判断。不仅如此.工业类公司和企业集团不稳定性的加剧，不仅损害了债券类证券的整体品质，而且对3f".Fl通股保持名副其实的投资品质所形成的威胁尤甚、

受到两类不稳定性危害的普通股分析—一普通股分析的有效性受到下面两个变化的侵害:0)有形因素的不稳定性，和(2)无形因素的主导性;这种侵害的严重程度可以通过对比几支特别的普通股在1920年以前和最近几年的境况来更好地加以理解。让我们考察4个典型的案例:宾夕法尼亚铁路公司、艾奇逊一托皮卡-圣菲铁路公司、国民饼干公司和美国罐头公司。

美国罐头公司普通股是战前出现的投机性股票的一个典型例子。有3个可靠和充分的理由可以证明它是投机性的:0)它不支付股息;(2)每股收益很低而且没有规律;(3)这种证券是“掺水的(watered)"，即，它的设定价值中的相当大一部分，没有对企业的真实投资与之对应。相反，宾夕法尼亚铁路公司、艾

奇逊一托皮卡-圣菲铁路公司和国民饼干公司的普通股，应该被视为投资性普通股—对此同样有3个可靠和充分的理由:0)在按时支付股息方面，它们保持着良好的记录;(2)收益指标较为稳定，而且每股收益超过股息分配的平均幅度较大;和(3)每1美元的股票对应着1美元以上的对企业的真实投资。

如果考察这些证券在战前10年中(或考察国民饼干公司1909一1918年间的情况)市场价格的变化范围，我们将注意到，美国罐头公司普通股的价格年复一年，以投机媒介所特有的剧烈幅度不断震荡，而宾夕法尼亚公司、艾奇逊公司和国民饼干公司普通股价格的振幅却窄得多，而且明显地围绕着某个基价(如艾奇逊公司为$97、宾夕法尼亚公司为$64、国民饼干公司为$120)波动，这种基价似乎代表了一个得到广泛认同的证券的投资或内在价值的水平。

普通股投资的战前观念—所以在战前，有关品质分析和投资之间的关系，以及价格变化和投机之间关系的观念，可以总结为以下内容:普通股投资的范围限定于那些股息支付稳定而且收益相对稳定的证券;而这种证券反过来往往能够保持一个相对稳定的市场价位。品质分析的主要功能是发现疑点:收益的公布形式是否有问题;资产负债表是否反映出公司的现金头寸不足，或长期债务增加过快;厂房资产的维护是否有欠妥当;是否出现了危险的新竞争者，或

公司在所经营的工业领域中是否正在失去地盘;企业的管理状况是否正在恶化或存在恶化的可能;是否有理由担忧企业所在工业部门的前景—如此等等，即发现任何从谨慎的投资者的角度出发足以否定一种证券的问题。

在正面肯定的作用方面，品质分析致力于发现那些除了提供资本利得机会外，符合所有投资品质标准的证券。其过程主要是在一组背景相似的投资性证券之间进行比较，例如西北部地区几家铁路公司所发行的股息都得到按期支付的一组普通股。分析的首要重点放在过去若干年的财务表现方面，特别是与价格结合起来考察的平均收益、收益的稳定性和收益规模的变化趋势。其次，分析家将预期未来的变化，并甄别出最具增长潜力的工业部门或具体的公司。

以重视前景为特征的投机—在战前时期，一个被广泛认同的观点是，如果分析的根据大部分来自对未来的预期，而不是过去已经发生的既成事实，那么分析的主体正在采取的是一种投机态度。从词源学的角度看，投机意指前瞻未来(lookingforward);而投资和“被赋予的利益(vestedinterests)"—承袭于过去的财产权或价值—一词同源。由于未来是难以逆料的，因此只能进行投机;但过去发生的事情是已知的，所以它们是安全的来源。让我们假设一个

1910年美国罐头公司普通股购买者的情况。他购买这种股票的的原因可以是因为他相信股票价格将上涨或人为地被“拉高”;或者每股收益将增长;或即将进行股息分配;或也许是因为公司所属部门将注定发展成为国家最为强大的工业部门之一。从战前人们的观点来看，只要任何以上理由之一在说服力和可信度方面超过了其他理由，它们都构成了购买股票的一个投机性动机。

投资于普通股的技巧和债券投资技巧类似—显然，普通股投资技巧和债券投资技巧之间存在着很大的相似性。普通股的投资者同样偏好经营状况稳定，并且收益大幅高于股息支付要求的企业。当然，他对普通股的安全性要求要比对债券安全性的要求低一定的幅度，这个不利之处将从高收入回报方面得到补偿(高品质普通股股息率通常为6%，而高品质债券只有4.5%)，这种回报来自于企业持续繁荣条件下不断增长的股息，以及—这一点的重要性在他看来通常是最末等的—资本利得所带来的利润。一个普通股的投资者有理由认为自己所处的地位与一个二流债券购买者的地位非常接近;从本质上讲，他的所作所为相当于牺牲一定程度的安全性，以换取高额收入。1904一1913年的10年间宾夕法尼亚公司和艾奇逊公司普通股的经历为以上的论述提供了恰当的佐证。

将购买普通股视作获得公司部分所有权的一种方式—把握战前普通股投资者心态的另一个有效的切人点是，从掌握私营企业一定股权的角度来考察这个问题。典型的普通股投资者是企业家，对他而言，以和估价自己的企业同样的方法来估价任何其他公司制企业似乎是理所当然的做法。这意味着，他对股权所对应的资产价值的关注程度，至少不应逊于对公司收益记录的关注程度。对一家私营公司进行估价的主要根据，通常是财务报表中所显示的“净资产(networth)”的规模，牢记这一点是非常重要的。一个人在估量拟购买的一家私营企业的合伙人权益或股东权益时，他总是从“帐面上的”—即资产负债表—的权益价值人手，然后考虑一下，企业的历史记录和发展前景是否足以使这种购买有利可图。私营企业权益的售价当然可以高于或低于它所对应的资产价值;但是帐面价值总是成为计算的出发点，在达成交易和评判交易时，所使用的标准说到底还是相对于帐面价值的溢价或折价。

总的说来，在投资性购买可转让普通股的初期，人们所报持的仍是这样一种态度。第一个出发点是面值，它代表投人企业当中的现金或财产的初始价值;第二个基础指标是帐面价值，代表面值加上在累积盈余中的估算权益。因此在考察一种普通股票时，投资者会问自己这样的问题:“以高于帐面价

值的溢价，或低于帐面价值的折价—即市场价格—购买这种证券合算吗?”发行“掺水股(wateredstock)”作为一种对股民的欺骗行径不断受到抨击，因为股民们被股权所对应的虚构的资产价值所蒙蔽。所以，证券分析的一个保护性功能就是，证实一家公司的资产负债表所披露的固定资产价值，是否和财产的真实成本或合理价值相符C普通股投资的三重标准—至此我们已经看到，在过去，投资于普通股之前必须考察3项标准:

0)适量的和准时的股息回报;

(2)稳定而充足的收益记录;

(3)足量的有形资产的保障。

以上3个因素都可以作为用直接衡量或与同类股票进行比较的方式仔细考察某一证券的标准。依据其他评判标准作出的购买决策将被视作一种投机，而投机决策的形成无须严密分析的支持。

新时代理论

战后，特别是在登峰造极于1929年的大牛市的后期，公众所采用的对普通股投资的评判标准已经完全改弦更张。三个标准中的两个儿乎失去了全部的意义，剩下的一个标准，即收益记录，也披上厂玄妙莫测的面纱。新的理论或原则可以用这样一句话来概括:“普通股的价值完全取决于它的未来收益。”

这一定理可以引伸出以下一些推论:

1.股息率与股票价值的相关性很小。

2.由于资产和盈利能力之间显然没有联系，因此资产价值的大小毫无意义。

3.既往收益记录的意义仅仅在于，它们预示着未来收益状况可能出现的变化。

实际上，购买股票的公众并没有意识到这场普通股投资哲学的全新革命，金融观察家的认识也只限于最表面的层次。为了彻底把握这一观念转变的实际意义，做一些深人细致的分析是很有必要的。这种分析必须从3个角度展开:它的起因、它的后果和它的逻辑联系的合理性。

这种观念转变发生的原因—为什么投资公众将他们的注意力从股息、资产价值和收益因素，全部转向了收益趋势因素—即未来收益的预期变化呢?答案是，第一，事实证明过去的收益记录并非指导投资的可靠指标;第二，未来所提供的利润机会具有抵挡不住的诱惑力。

这种新时代的理念最先孽生于旧时代标准崩溃的废墟之中。在过去的30年里，经济变化的节奏已经加速到了这样的程度，以至于历史悠久的特点已不象过去那样，构成稳定性的一种保证。经历了数十年兴盛时期的公司，可以在短短几年内陷人无力偿还到期债务的困境。而其他一些小型的、经营不善的或名不见经传的企业，可以在同样短的时间里

一举成为规模庞大、财源广进和声誉卓著的大公司。曾经吸引最多投资兴趣的领域，即铁路部门，在国家福利和国民收入扩张的进程中明显落伍，并月_不断表现出绝对倒退的迹象。有轨电车公司证券是1914年之前另外一类重要的投资媒介，但是随着新型运输工具公司的兴起，这些证券的价值一下一子损失大半。在这一时期，电气和煤气公司走过了一个坎坷的历程，因为战时和战后的通货膨胀危害而不是帮助了这些企业的发展，它们的急速成长只是最近几年内发生的事情。工业公司的历史目睹了盛衰相乘的剧烈变化，经济景气所带来的利益以极不平衡和瞬息万变的方式散播到经济的各个角落，最为始料不及的失败总是和最为耀人眼目的成功相伴而来。

面对这样一种恒常尽失的局面，普通股投资的三重标准不免显得苍白无力。过去的收益和股息状况本身，已经难以成为未来收益和股息的一个判断根据。进一步说来，对企业的真实投资—即资产价值—的大小已经失去了决定这种未来收益的能力，取而代之并发挥着全部作用的因素是，企业是否经营于高利润的工业领域，以及所实施的管理政策是否有效和走运。在无数的财务清算案例中，流动资产价值被大大低估，固定资产则被证明几乎分文不值。由于在资产和收益，以及在资产和破产时的可

变现价值之间没有任何联系，金融问题撰稿人和一般公众，对曾经令人瞩目的“净资产价值”或“帐面价值”问题越来越冷漠，可以这样说，到了1929年，在评估某种证券的价值时，帐面价值已经被排斥在所考察的因素之外了。还有一个很说明问题的现象是，“掺水股”—一度极其敏感的话题—现在已是一个为人们所淡忘的名词了。

转向收益变化趋势的注意力—这样，根据以往记录和有形事实作出投资决策的战前模式，逐渐变得疏漏百出而被人们所抛弃。有什么东西可以替代这种模式呢?一个新的概念被扶上了正位—即收益变化趋势。从这个意义上说，以往记录的重要性仅仅在于，它指示了未来发展可能依循的方向。持续增长的利润指标，表明公司正处于勃兴的通道之中，它保证了公司可以在未来取得比今天更为骄人的业绩。与此相反，如果收益呈现出递减的态势，那么有关公司肯定会被认为是没有前途的，应该对它所发行的证券退避三舍。

普通股作为长期投资的教条—伴随着这种普通股选择标准的形成，出现了论证普通股是一种最为有利可图、从而也是长期投资最佳媒介的理论。这一福音式的论断是经过一定的研究得出的，这些研究表明，在事先确定的长达多年的考察期中，分散于不同普通股的投资组合将带来稳定的增值。有关

数据显示，这种分散的普通股持有策略对比购买普通债券而言，不仅投资回报更大，而且可以斩获更多的资本利得。

这两种观点结合起来，为1927—1929年股票市场的运行提供了一种“投资理论”。将本小节之初的原则推而广之，就可以得到这种理论的具体内容:

1.“普通股的价值取决于它的未来收益。”

2.“好的普通股肯定是高品质、高利润的投资。”

3.“好的普通股是那些收益呈上升趋势的普通股。”

这些论断听起来大有道理，但是它们却掩盖了两个理论上的误区，这使得它们具有不为人所知的危害性。第一个缺陷是，它们抹煞了投资和投机之间的根本区别;第二个缺陷是，它们忽视了股票价格在决定其是否值得购买方面的作用。

新时代意义上的投资就是战前意义上的投机—稍作分析就可以得出结论，“新时代的投资”—比如那些颇具代表性的投资信托公司的实践—的内涵，几乎和大繁荣时期以前被广泛认同的投机的定义完全一致。这种“投资”意味着以购买普通股的方式代替债券的购买，看中的是本金的增值而非投资收入，强调未来的机会而非过去的既成事实。新时代的投资从本质上说，无非是一种将对象限制在具有良好收益发展趋势的普通股的旧式投机，这么说毫

不过分。在有史以来最强劲的牛市背景下出现的这种新观念，其实不过是以下这句嘲讽式的警句略经粉饰的翻版:“投资即是成功的投机。”

无论价格多高，普通股都被认为是有吸引力的—普通股是否值得购买完全与它的价格无关，这种看法听起来荒唐得令人难以置信。但是从新时代理论可以直接推导出这个论点C如果某种公共事业类股票的售价达到了它的最高收益记录的35倍，而不是它的平均收益的10倍—后者正是大繁荣以前的标准—由此得出的结论不会是价格太高了，而只会是:评估价值的标准已经提高了。在新时代中，人们不是用既定的价值标准来评判市场的价格，而是将市场价格作为价值判断标准的基础。这样，所有的价格上界都消失了—不仅包括股票可能出现的售价，也包括它应达到的售价。这种奇异的推理引导人们以每股$100的价格购买每股收益仅为$2.50的普通股，根据同样的道理，以$200,$1000或任何能想到的价格购买1股这样的股票也是合情合理的。

这个原则的一个诱人的推论是，在股票市场上赚钱现在是世界卜最轻巧的事情。只须把“好的”股票买进来，而不必考虑价格的高低，然后等着老天爷把价格抬上去。这被认为是一种万无一失的教条。人们总是这样间自己:“既然在华尔街不费吹灰之力就能大把赚钱，那么老老实实地工作对于谋生

还有什么意义呢?”工商业人士成群结队地涌向金融界，声势之浩大有如发生在克朗代克(Klondike)(位于加拿大的北部—编注)的淘金热，一个无足轻重的差别只是克朗代克确实是遍野黄金。

投资信托行业皈依了这个新教条—投资信托业的所作所为从一个侧面昭示了这个1928一1929年出现的理论。这些公司的形成旨在为缺乏经验的公众提供专业的资金管理服务—一个令人称道的思路，这种形式曾经在英国获得了成功。在美国投资信托业发展的早期，某些保证投资成功的久经考验的原则受到高度重视，专业公司在实践这些原则方面比典型的个人投资者更具效率。这些原则主要包括:

1.在市场萧条和价格低靡时买进，在市场繁荣和价格处于高位时卖出。

2.将投资分散在多个领域，如果可能的话，分散在多个国家。

3.通过全面的和专业性的统计分析，发现并吸纳价值受到低估的证券。

这些传统原则从投资信托业务规范中消失的速度之快、程度之彻底，可以称得上是这一时期一幕幕惊变中的一出。买在萧条的原则显然没有用武之地，关键的问题在于，投资信托公司只有在太平盛世才会出现，这迫使它们总是赶在牛市当中做第一笔买卖。世界范围的分散投资在思维偏狭的美国人

看来，从来就不是一个有吸引力的策略(就这一点而言，他们或许是对的)，更何况这个国家要比外国兴盛得多，所以这个原则普遍受到摒弃。

被投资信托公司省略的分析—但是最为荒谬的是，指导投资信托政策的研究和分析工作被早早地舍弃了。不过，由于这些金融机构是在新时代哲学的旗帜下应运而生的，所以它们亦步亦趋于这种哲学也是很自然的，并且可能是势在必行的。根据这种哲学的信条，投资己经返朴归真般地简练，研究工作毫无必要，统计数据也只是一种累赘。投资的过程如此简单，只要发现一家收益具有上升趋势的著名公司，就购买这家公司的股票，并且不必考虑价格的问题。因此有效的策略就是:买人之所买—一些特另}!受欢迎、价格奇高的股票，它们通常被称为“依筹股(bluechips)..发现被低估和忽视的证券的传统思路已经杳无踪影。值得投资信托公司自吹自擂的是，它们的投资证券组合包括厂清色的活跃而目够级别的(即，最走红的和价格最高的)普通股。稍微夸张一点来说，遵循这样一种便当的没资技巧，一千万美元的投资信托业务，只需要一位周薪30美元的聪明能干并且经验丰富的小职员就可以料理妥当。

那些被劝说将资金托付给经验老道的投资专家管理—费用不菲—的散户随即就会发现，受托人为

他们精挑细选的证券，无外乎是一些他们自己选中的东西。

对这种状况的解释—非理性的程度已经无以复加，不过投机的浪潮只有在狂热和虚妄的大气候中才会形成，注意到这一点是很重要的。然而，自欺欺人的投机公众肯定能为自己的行为自圆其说。他们的解释通常是一些笼统的理由，这些理由在一定的前提之下无懈可击，但用来解释疯狂的投机不免显得牵强附会。在论证房地产热的合理性时，所根据的理由常常是，土地的内在价值是永恒并且不断上涨的。对于新时代出现的股票牛市，"理性"解释的基础是，分散的普通股持有的收益，从长期的记录来看是不断增长的。

正确的前提假定被用来支持错误的结论—不过，在将这个历史经验式的事实用以解释新时代发生的事件时，存在着一个根本的误区。稍微浏览一下一本概述性的小册子所提供的的数据，就能明显地看出这个问题，此书可以说为新时代理论的发端提供了巢臼。这本书名为《作为长期投资的普通股》，作者是埃德加·劳伦斯·史密斯，1924年出版。书中，普通股的价值被证明具有与日俱增的变化趋势，原因很简单，因为收益高于股息支付数额，因此这种收益再投资提高了股票的价值。在一个具有代表性的例子中，公司的平均收益为9%，股

息支付为6%，将3%的收益转人盈余公积。如果管理有效而且运气不算太差的话，股票的公平价值(fairvalue)将随着它的帐面价值的增长而增长，每年的的复合增长率为3%。当然，这只是一个理论模型而不是标准的模式;但是大量的增值速度低于“正常”水平的股票总是对应着(价值)增长速度异常之快的另一些股票。

如此看来，普通股作为长期持有证券的根本优势在于，它相对于成本的收益率高于债券利息率。典型的情况下，如果一种股票的每股收益为$10、售价为$100，这种优势是存在的。但是一旦价格相对于收益上涨到一个高得多的水平，这种优势就荡然无存了，而且投资性购买普通股的整个理论基础将随之湮灭。当投资者以每股$200的价格购买一种收益为$10的股票时，他们所购买的实际上是一种不高于债券利息率的盈利能力，而且缺少优先要求权所提供的对投资利益的保护。可见，新时代辩护者将普通股的历史表现，用以论证以20到40倍于收益的价格购买普通股的合理性，这是一种从正确的前提中推导出令人遗憾的错误结论的过程。

实际上，人们争先恐后地利用普通股这种优势的过程本身，和生成这种价值的机理完全矛盾，并形成了一种消灭这种优势赖以存在的基础—即收益平均达到市场价格的10%左右—的力量。我们知

道，埃德加·劳伦斯·史密斯正确地认识到，普通股价值的增长来源于盈余收益再投资所带来的资产价值的增长。令人大惑不解的是，大大得益于这一发现的滋养的新时代理论，对它所推崇的股票背后的资产价值却没有表现出丝毫的关注。此外，史密斯先生的结论的正确性必须以一个假设为前提，即普通股在未来的表现将和它们在过去的表现类似。但是除了指示未来变化趋势以外，新时代理论对公司既往收益却视而不见。

重在收益趋势的例证—考察具有如下收益记录的公司:

每股收益

| 年份 | A公司(电力和照明公司)($) | B公司(班戈和阿鲁斯土克铁路公司)($) |
|---|---|---|
| 1925 | 1.01 | 6.22 |
| 1926 | 1.45 | 8.69 |
| 1927 | 2.09 | 8.41 |
| 1928 | 2.37 | 6.94 |
| 1929 | 298 | 8.30 |
| 5年平均 | 1.98 | 7.71 |
| 1929年最高价 | 86.625 | 90.375 |

考察这三家公司在1929年出现的最高价，可以发现新时代的观念对A公司情有独钟，对B公司不以为然，而对C公司则是避之有恐不及。尽管C公司在1929年的每股收益比A公司高50%，平均收益则比后者高出150%，但是根据市场的判断，A公司的股票价值是C公司股票价值的两倍以上。

平均收益和收益趋势—从1.929年价格和收益的关系中可以明显看出，过去收益已不再是正常盈利能力的一个评判标准，它现在仅仅是指示利润变动趋势的一个方向标。不可否认，因为我们在前文中论及的典型行业的不稳定性的加剧，平均收益已经不能胜任作为未来收益可靠的测度指标。但这种情况无论如何也不意味着收益趋势因此就变成了较平均收益更为可靠的指标;况且，即使它确实更为可靠，将它作为唯一的投资检验标准也是难以保证投资的安全性的。

由于收益在过去几年中朝某个方向变化，它在今后就还会朝着同样的方向变化，这种深人人心的新假设从根本上讲和被否定的假设-——由于过去的平均收益达到了一定的水平，未来平均收益将保持同样的水平—一如出一辙。或许收益趋势在预示未来发展方面提供给人们的线索，比平均收益指标更可靠一些，但不管怎么说这种预期都远非定数，更

重要的是，在趋势和价格之问没有办法建立起一种逻辑联系、)35这意味着，对良好收益趋势的价值的评判是任意的，因此这是一种投机，那么也就不可避免地会受到人为的夸大，从而导致灾难

根据趋势判断未来的危险性—一我们不能肯定过去的利润趋势将在未来保持下去，原因来自几个方面:从经济学的角度来看，收益递减和竞争加剧的法则最后将压平任何陡峭的增长曲线。同样，随着商业周期的潮起潮落，一些特殊的危险总是存在，收益曲线最为令人心动之时，或许经济正临崖峭。考察1927一1929这-时期的情境，我们发现，由于收益趋势理论说到底只是在“投资”的面具下不折不扣地进行投机的一个籍口，因此利令智昏的公众非常愿意相信有关存在良好的收益趋势的蛛丝马迹。收益连续5年、4年甚至仅仅3年的上升，足以被认为是未来收益持续__L张，以及利润曲线无限攀高的保证。

例:难以计数的普通股在这一时期上市发行，这个事实最有效地说明了这种不审慎态度的蔓延程度。对上升的利润趋势的狂热，使很多稍有起色并已接近或达到兴盛的极点的工业企业盲目扩张。一个典型的例子是施莱特和赞德公司发行的优先股和普通股。这个公司以丝袜生产为主(后来更名为信号丝袜公司)，成立于1929年，是一家成立于1922年的

公司的后继公司。该公司的资本来源于以每股$50的价格发行44810股股息率为$3.50的可转换优先股，以及以$26的价格发行的261349张替代普通股的股权信托证书(voting—trustcertificates)。

招股公告公布的收益记录如下:

| 年份 | 联邦税后净收益 ($) | 优先股每股收益 ($) | 普 ($) |
|---|---|---|---|
| 1925 | 172058 | 3.84 | 0 |
| 1926 | 339920 | 7.58 | 0 |
| 19271 | 563856 | 12.58 | 1 |
| 1928 | 1021308 | 22.79 | 3 |
| 后来的收益记录如下： | | | |
| 1929 | 812136 | 18.13 | 2 |
| 1930 | -179875 | -4.01 | - |

1931年，公司资产开始被清算，到1933年底之前，优先股总共获得了每股$17的清算股息。(此时清算剩余的资产已所剩无几。)

这个例子反映了金融史上出现的一个矛盾的现象，当某些公司的不稳定性与日俱增，使得购买普通股比以往更具危险性的同时，一种教条正受到宣扬并为美国公众所接受，即普通股是一种安全而且有利可图的投资。

- # 第28章普通股投资的推荐原则

迄今为止，我们对普通股投资理论的大篇幅讨论还只能得出一些否定性的结论。由于具有代表性的工商业部门与日俱增的不稳定性，将稳定的平均盈利能力作为主导性因素的传统分析方法已经显得不合时宜。至于将收益变化趋势作为判断股票价值的唯一标准的新时代观念，无论就其本身而言存在着怎样的合理性，在摒弃所有的计算过程或限制条件的情况下，盲目地将其运用于普通股选购实践的做法，必将由于发生骇人听闻的灾难而宣告失败。那么，在普通股投资方面是否还存在某些行之有效的原则呢?

仔细分析一下前文中的批评性意见，我们会发现，这些受到批评的普通股投资观念，也并非如我们的第一印象所感觉的那般一无是处。不难想见，具体公司的不稳定性所带来的风险，可以通过精心安排的分散化投资加以中和。另外，尽管将收益趋势指标作为选择投资对象的唯一标准极具危险性，但它仍不失为一项反映投资品质的有效指标。如果

这种分析方法是可取的，我们就可以构造一组可以接受的普通股投资原则，它们包括:

l.投资应被视为一种组合性操作(groupoperation)，风险分散措施是获得令人满意的平均结果的保证。

2.具体证券的选择应采用与固定价值投资选择所采用的定性和定量检验措施相对应的检验措施。

3.对比债券选择而言，更为重视村所考察证券前景的分析。

遵循以上原则所采取的普通股购买策略是否可被定义为投资，肯定是一个众说纷纭的问题。考虑到这个问题所具有的重要性，以及对此缺乏明确定义和被广泛认同的观点的现状，我们有必要对这个建议最受争议的几个环节加以澄清。

基本条件—持有一组仔细挑选的、以合理的价格分散购买的普通股，是否可以被定义为一种正确的投资策略呢?要对这个问题作出肯定回答必须基一于这样一个假设，即这个国家的经济发展历程中某些基本的和早已形成的规律仍一如既往地可靠。它们包括:0)整个国家的福利和盈利能力将继续增进;(2)这种增进本身反映在重要的公司企业在资源和利润方面的增长;(3)这种增长主要是追加资本的投资和未分配收益的再投资的正常过程所带来的。第三个假设强调了在累积盈余和未来盈利能力方面存在着

明显的因果联系，因此普通股的选择并非完全是一个撞大运或依靠凭空猜测的工作，它必须以在联系现行市场价格的前提下对过去记录所进行的分析为根据。

如果这些基本条件仍然存在，那么具有良好历史记录的普通股，从整体上来说将和前几十年一样的为人们提供有利的机会。因此，不稳定性这个根本的弱点将不会威胁到普通股整体的长期发展。随着经济周期的波动，不稳定性确实为所有的工商业部门带来了巨大的短期影响，而且对个别企业和工业部门具有永久性的负面作用。但是对于这两种危险性，后者可以一方面通过精挑细选，并更重要地通过充分的分散化来加以化解;前一种风险则可通过采取矢志不渝地坚持以合理的价格进行每一项购买的办法来加以防范。

购买价格必须合理—这一合理性标准对所有的投资方法都

是至关重要的，对于任何普通股投资理论而言更是如此。缺少这一关键的检验环节正是新时代理论教条的致命弱点。为普通股投资所支付价格的合理性，必须得到根据过去和现期记录所进行的慎重估价结果的验证。一个样谬式的论断是，即使承认过去记录不是未来变化的一个先行指标，上述原则也是大有道理的。因为如果缺少这些以过去记录为

根据的检验，就无从确定股票价值的上界，这样投资活动必然迅速演变为—实际情况正是这样—投机。因此不合理的价值度量总比没有数量限制强。

历史记录至关重要—尽管出于批评的需要，我们在前文中认可了公司的历史记录对于判断未来前景毫无助益的观点，实际上这种极端的假设是很难成立的。在某些公司兴衰无常和缺乏稳定性的表象之下，一个依然存在的事实是，总的说来，良好的历史记录能够为公司的前景提供比不良记录更为充分的保证。对比100家在过去10年中每股年平均利润达到$6的企业，和100家同期每股年平均利润仅为$1的企业，我们有充分的理由断定，在今后的10年中，前一组企业所获得的总利润会高于后一组企业。形成这一判断的基本理由是，未来收益不完全是由运气和有效的管理技能决定的，资本、经验、声誉、贸易合同以及其他所有的构成过去的盈利能力的因素，必定会对企业的未来形成相当大的影响。如果正如埃德加·劳伦斯·史密斯的研究所发现的那样，普通股的价值增长从总体上讲主要与通过盈余收益再投资以及追加资本投人所带来的资本净值的增长有关，那么这一判断的正确性是毫无疑问的。还应该指出的是，除非过去记录和股票的未来价值有关，否则的话它将很难与债券的安全性挂上钩，从而债券投资也就不存在什么逻辑基础了。

以上分析所断言的不过是:总的说来，实力雄厚的公司要比弱小的公司更安全，而且具有良好记录的企业要比业绩表现不佳的企业更有价值。即使充分考虑到未来的种种不确定性，这个结论的正确性也是难以被推翻的。诚然，任何一个具体的企业郡可能从失败中复兴，或者由兴盛走向没落;但是如果以一组企业作为考察单位的话，实力雄厚的公司几乎都要比效益差和资产负债V构不良的企业更有前途。

与保险原则和实践的相似之处—上述讨论引导我们得出这样一个结论:普通股投资的原则很可能与保险公司的业务操作存在着密切的相似之处。保险商根据实际经验对所承担的每一宗风险进行衡量，并据此收取保险费。有时，分析的重点集中于所谓的“道德风险(moralhazard)”方面，此时必须衡量一些实际统计一数据以外的因素。任何一种风险都可能造成远远超过保费收入的损失，但是平均结果却能够可靠地形成商业利润。与此类似，普通股投资者从公司的财务报告出发，可以分析出所承担的每一宗风险性投资的完全价值(fullvalue)。与保险商关注不可量化的道德风险相对应，投资者试图形成一个对公司未来前景的准确判断。最后，他将和保险公司一样，通过分散化，中和各项投资承诺所面临的不可预知的未来变化所带来的结果。

购买一支普通股不能称为投资—我们的普通股投资概念也强调对过去记录的分析以判断购买价格的值当，这一点与大繁荣之前的观念类似。同时，它还在某种程度上受到新时代哲学的影响，因为和传统观念相比，预示未来的某些指标受到了更多的关注，其中当然包括收益的变化趋势。至于分散化，尽管它一向被认为是一个有利于投资成效的因素，但是我们的阐释将它提高到了一个新的高度，即它是普通股投资操作中不可或缺的环节之一。在我们看来，仅仅购买一支普通股已不再成其为一种投资，这一点和出售一份人寿或建筑物保单就构成了一项保险业务不同。36

成组购买可以形成一种投资操作—成组地以有吸引力的价格购买仔细挑选的普通股，结果很可能符合我们在第4章中所给出的有关投资的最初定义。(“投资操作是一种通过彻底的分析，能够保证本金和令人满意的回报的安全性的操作。”)合意的现期股息收入通常是进行这样一种操作的前提条件，但它并不是一个绝对必要的因素。如果内在价值远远高于所支付的价格，并且内在价值呈现出日益增长的趋势，那么当投资者从“令人满意的回报”的角度考察购买决策的合理性时，可以更多地考虑到未来股息甚或是未来市场价值的增值因素，而不是现期股息率。

相对而言更重要的问题是，这种细心的成组购买操作能否切实“保证本金的安全性”。这个问题在一定程度上必然和“安全性”的定义有关。为了避免因此而出现的歧见，我们可以用主观性的术语来定义普通股投资。它的含义是，带着确保本金安全性的愿望及对这种安全性的合理预期去购买股票。这个概念和为人熟知的对普通股“投资者”的认识是相对应的，即他是一个对这些证券的内在价值感兴趣的人，与之形成鲜明对比的是仅仅或主要关注证券市场价格波动的“投机者”。在下一章有关普通股分析的讨论中，我们将不时地在这个为人们所认同的意义上使用“投资者”一词。

价格是每项投资决策中必不可少的考察因素—但是，投资者关心证券的内在价值这个事实，并不意味着价格对他而言毫无意义。只有当所表现出的内在价值与所支付的价格相称时，一种证券才是具有吸引力的;因此，对价格因素的考察是所有投资决策的重要环节。不仅在购买证券的当时是这样，在随后的整个持有期中也是如此。尽管可以做好以获得收入和价值增值为目的无限期持有证券的准备，但是从投资的角度来看，当证券不再具有吸引力时—或者因为它的品质退化，或者因为价格上升到了与价值严重脱节的水平—适时地将它出手是明智的。因此，普通股投资者必须时刻关注价格以及价

格的变化。他不可避免地要成为股票市场的一个参与者。虽然从理论上讲他只需遵从低进高出的传统原则，但是说得容易做得难，高价格或低价格之间并没有象十字路口的红绿灯那样的区分标志。“高”和“低”不仅永远是两个相对的概念，而且在华尔街它们的意义往往只有在反思过去时才会出现。

市场波动的干扰—市场波动的幅度越大，往一个方向偏移的时间越长，在普通股操作过程中保持投资的态度也就越困难。投资者的注意力注定要从投资性问题，即相对价值而言价格是否有吸引力，转向市场的运行是处于低点还是高点这样的投机性问题。

在1927年到1933年之间，这种困难尤为突出，以至于在这一时期普通股投资完全丧失了可靠的实际意义。如果一位投资者在1927年初因为价格过分偏离价值而出售了他所持有的普通股，那么随后的两年中价格投机性地持续攀升，肯定会使他对自己当初的行动后悔不已。同样，那些在1929年兴奋地将大崩溃视为以合理的价格吸纳普通股良机的人们，由于接踵而来的日益深重的萧条，不得不直面市场价值的惨痛损失。

显然应该看到，象1927—1933年这样的股票市场运行模式，足以灭绝普通股理性投资的全部意义。

另一方面，第27章开始所提供的宾夕法尼亚铁路公司和艾奇逊铁路公司在191)4一1913年，以及国民饼干公司1909一1918年的市场经历，表现出一种温和得多的波动形态。这种形态允许人们采取完全不考虑波动因素的投资策略，或者机智地利用这种波动:低位吸纳，并在市场的乐观情绪升温时抛出。为了把握未来，我们必须明确这样一个问题:股票市场将会继续依循1927一1933年这样的狂乱模式运行，还是恢复到过去那种小幅波动的状态。只有在后一种情况下，普通股投资才能够为自己奠定一个坚实的基础。由于我们已经一再强调近几年以来金融历史的反常特征，因此我们必然赞同的观点是，未来的市场类似于1904一1913年模式的可能性，要远远高于类似于1927一1933年模式的可能性。所以在设计一种普通股投资的合理策略的问题上我们并不悲观。

普通股投资中掺杂投机因素的危险性一一不过值得怀疑的是，很多.人的天性是否能够保证他们坚持这样一种投资策略，一而不加入充满诱惑的市场投机的队伍当中。存在这种危险的主要原因是，普通股投资和普通股投机的界限过一于模糊不清，因此不.易分.辨、:当投.资的对象限定一于债券(以及高品质的优先股)时，投资的特征有着明确的定义而且一目了然。债券购买者可以方便地将自己归一人与

一普通.股投机.者完全不同的类别，投}Il者的损益与前者的利益，JL乎毫不相干。但是当投资者和投机者操作同样的媒介时，两种行事准则的分界线只存在于人们的脑子里，所以相对来讲不太牢靠。没有什么力、法可以使他免受投机气氛的传染，特别是当他所购买的用于投资的股票正受到大肆炒作的情况下。1926年以前，在投资性普通股和投机性普通股之间还存在着比较明确的分界线，前者波幅的百分比要小得多，因为它们的价格主要由既定的股息、率决定。艾奇逊公司1916到1925年之间的普通股市场价格记录明显说明了这个特点，数据如下。

艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司

| 年份 | 普通股价格范围 | 每股收益($) | 每 |
|---|---|---|---|
| 1916 | 109—100 | 14.74 | 6 |
| 1917 | 108—75 | 14.50 | 6 |
| 1918 | 100—81 | 10.59* | 6 |
| 1919 | 104—81 | 15.41* | 6 |
| 1920 | 90—76 | 12.54* | 6 |
| 1921 | 94—76 | 14.69** | 6 |
| 1922 | 109—92 | 12.41 | 6 |
| 1923 | 105—94 | 15.48 | 6 |
| 1924 | 121—97 | 15.47 | 6 |
| 1925 | 141—116 | 17.19 | 7 |

*这些年的实际经营结果。联合经营结果为：1918—$9。98；1919—

$16．55：1920—$13．98。

如果扣除这个项目，1921年的

‘包括偶生收益(nonrecurrent数字将为$11.290income)。

因此普通股投资者所投资的证券起到了将他和投机公众隔离开来的作用，并使得他更容易保持一种谨慎的态度。

新时代的一个特点是，投机的兴趣集中于那些过去达到投资等级的证券。这给所有金融界人士的思维带来了极大的混乱，而走出这种混乱状态是一个耗费时日的过程。其后果很可能使得在今后的日了里，典型的普通股投资者屏蔽投机因素影响的难度远远超过1927年之前。

投资信托公司或许能解决这个问题—这个令人头疼的问题

或许可以通过投资信托观念的合理转变而得到解决。不可否认，迄今为止美国投资信托业的发展已被证明是一次惨败的实践。但是这应该归咎于它是在一个疯狂的年代中孕生出来的，而早期所确立的投资信托业务程序理论并没有什么内在的缺陷。实际上这些业务程序非常合乎本章所确立的普通股

投资准则的要求。与个人投资者相比，投资信托公司在统计分析和调研方面具有更多的便利条件，大量的资金可以更有效地实施分散化策略，在资金管理的技能和判断方面也存在着明显的优势、最为重要的或许是，公司许可证或其他的合同性文件将迫使投资信托公司随时遵循谨慎的普通股投资和处置策略、尽管投机这种海妖的诱惑是寻常人性所无法抵挡的，投资信托公司的经理们却能够从法定义务的枷锁中发现他们的象尤利西斯37一样的保护神。

分析技巧对于机智的普通股投资非常重要—以上对普通股投资的分析，引导我们对这样一个课题得出了非常初步的和有限的结论。但是广尺公众对普通股的兴趣决不会满足于初步和有限的结论，原因是成功的普通股投资策略将会带来比购买高品质债券丰rE3得多的回报，因此大量的公众会不断地涉足这个领域。他们受到对利润的正常渴望的驱使，并且由于天性使然常常过于乐观和自信。他们应该学会用足够的金融实务知识，以及对于有效分析公司财务报表十分必要的工具和技巧来武装自己。)

普通股投资者的这些信息和工具构成了下一章的主题。

- **第29章普通股分析中的股息因素**

在普通股价值评估的过程中，所考察的因素可以自然地划分为以下3大类:

1股息率及其记录。

2.损益帐户因素(盈利能力)。

3.资产负债表因素(资产价值)。

股息率的大小是一个简单的事实，无需任何分析;但是精确评价它的意义却是极端困难的一件事。从某个角度看，股息率是第一重要的;但是从另一个同样言之有理的角度看，它只能被视为一个偶然性的和无关紧要的因素。在企业管理者和股东的脑子里，对于何为合理的股息政策的问题存在着十分混乱的认识。这种状况在持有普通股的两个出发点之间造成了鲜明的冲突:一是保有一种可转让证券，二是获得企业的合伙人利益。让我们从这种双重持有观的角度深人考察这个问题。

普通股投资中的股息回报因素—一直到最近几年以前，股息回报还是普通股投资中至关重要的因素。这个认识基于一个简单的推理，工商业公司经营的主要目的是为了向它的所有者支付股息，所以一家成功的公司应该具有定期支付股息并且逐步提高股息率的特征。由于投资的概念与可靠的收益有着密切的联系，因此普通股投资的对象通常集中于对那些股息分配有规律的证券。同样，对投资性普通股所支付的价格将主要决定于股息的规模。

我们已经看到，传统的普通股投资者总是试图将自己置于和债券或优先股投资者相似的地位。他们的主要目标在于稳定的投资回报，这类回报比优质高级证券所提供的回报更丰厚，也更不确定。这种态度对普通股价格所带来的影响是明显的一，从下表所提供的美国炼糖公司1907年到1913年收益、股息和年价格变动区间数据，以及第X23页所提供的艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司1916一!925年间的数据可以充分地证明.这一点。

美国炼糖公司

| 年份 | 股票价格变动区间 | 每股收益(S) |
|---|---|---|
| 1907 | 138—93 | 10.22 |
| 1908 | 138—99 | 7.45 |
| 1909 | 136—115 | 14.20 |
| 1910 | 128—112 | 5.38 |

| | | |
|---|---|---|
| 1911 | 123—113 | 18.92 |
| 1912 | 134—114 | 534 |
| 1913 | 118一100 | -O.02 |

在考察期中股票市场大势的跌宕起伏的背景下，两支普通股的市场价格波动范围看起来窄得令人吃惊。这些数据所表现出的最为出人意料的特点是，无论是美国炼糖公司高低无常的收益，还是艾奇逊公司异常稳定并逐步__上升的盈利能力，对价格的影响都是微不足道的:显然，美国炼糖公司由于固定在容7的股息率而稳定住了价格，艾奇逊公司也因为$6的稳定股息避.免了价格的大起大落。

提留股息的现行原则—这样我们看到，一方面，根深蒂固并且深人人心的传统，将评判投资利益的标准集中于当前和过去的股息状况但在另一方而.公司粉理者可以道明‘条同样言之成理的可信原则，即现期股息分配必须服从于公司及其股东未来福利的需要为犷获得下列几项利益中的任何项，提留应向股东分配的收益被认为是一种合理的管理政策

1.增加资金(营运资金)头寸。

2.提高生产能力。

3.消除公司成立过程中形成的过度资本化

(overcapital-ization)的H题

当公司的管理层提留利润以备再投资之用，从而使累积盈余

增加的时候，管理者总是信誓日.旦地声称，他们的决策乃是出于股东的最大利益的考虑。因为通过实施这种政策，既定股息率下股息分配的连续性无疑可以得到更大的保障，而且定期支付的规模逐渐而不间断地增长才成为可能。普通股东通常会支持这种政策，因为根据他们自己的判断，相信这种措施能够为他们带来更大的利益，或者因为他们不假思索将倡导这种做法的管理者和银行家视作权威。

但是股东对这种所谓的“谨慎的股息政策”的附和不免带有一种敷衍甚至是勉强的意味:典型的投资者显然最希望先拿够今天的股息，明天再说明天的事。人们对于为了增加股票未来的利润而提留股息的做法的热情，从未达到过引起股票价格上涨的程度。而相反的做法却总是引起股票价格升高。对于两家总体地位和盈利能力相同的公司，股息支付额较高的公司的股票，总是对应着较高的市场价格。

提留股息政策的合理性是值得怀疑的—这是一个发人深省的事实，传统的公司财务理论应该因此而受到质疑，即以股息形式发放的收益的比例越小，对公司及其股东越有利。在大量的宣传之下，

投资者嘴上无法否定这个理论，但在直觉上—也许这是一个更准确的判断—他们对它根本不以为然。只要尝试着从全新的批评性角度考察这个问题，我们就可以发现，被广泛采用的美国公司的股息政策实在是漏洞百出、不堪一击。

通过仔细分析这一政策，我们看到它是建立在两个十分明显的假设的基础之上的。第一，将年收益的相当大一部分留在企业中是对股东的利益有利的;第二，面对利润不断波动的状况，保持一个稳定的股息率水平是有必要的。如果股息的稳定性不以大量牺牲股息额为代价，第二点显然是正确的。假设在若干年里，(每股)年收益在$5到$15之间波动，平均为$10。如果将股息率稳定在$8，股东无疑将得益匪浅，有时可能需要从盈余中提取部分资金来保证股息的发放，但是平均而言，盈余将以每股$2的年速度递增。

这将是一种理想的安排。但是在实际中，这种办法很少得到采纳。我们发现，股息的稳定性经常简单地以支付平均收益的一小部分的办法来保证。通过归谬法可以证明，任何每股平均收益为$10的公司显然都可以将股息稳定在$1的水平上。人们很自然地要问，股东难道不希望一种虽然不太规律，但是总额却多得多的股息分配形式吗?艾奇逊公司的案例明示了这个问题的答案。

艾奇逊公司案例—1910到1924年间，艾奇逊公司$6的稳定股息率保持了15年之久。此间，每股收益平均超过了$12，因此股息率的稳定性是通过提留一半以上的属于股东的收益实现的。这一政策所取得的成果是最终使得股息率提高到了$10,1927到1931，股息率一直保持在这个水平，同时股票的市场价格不断上升，在1929年每股价格接近$300。在最后一次以$10的股息率支付股息(1931年12月)后不到一年，股息的支付被完全停止(1932年6月)。以批评的眼光审视这段历史，可以看出，1910到1924年间艾奇逊公司股息分配的稳定性为股东利益所带来的好处是值得怀疑的。在股息得到连续性支付的时期内，股东获得的回报与收益相比低得过分;当股息率终于被提高之后，这一变化的重要性引发了对股票的过度投机;最后，来源于收益的巨额再投资，仍未能在1932年保护股东免遭颗粒无收的厄运。有鉴于1932年萧条所具有的史无前例的特征，我们当然应该对这段历史表现出适当的宽容。但是问题在于，与过去多年从利润中提取的累积盈余相比，导致股息支付停止的每股实际亏损额实在是微不足道的。

美国钢铁公司，另一个例子—艾奇逊公司的例子向我们启示了对被广泛认同并被形容为“谨慎”的股息政策的两个主要的批评意见。第一个批评是，和股东所拥有财产的收益相比，他们所收获的现期

和最终回报都太低了;第二个批评是，“以积攒利润的方式未雨绸缪”，结果常常是当雨天真正到来的时候，连基本的股息率都保不住。大量累积盈余在关键时刻不起作用的另一个有说服力的类似例子，是美国工业中的龙头企业之一:美国钢铁公司。

以下数字讲述了一个发人深思的故事:

属于普通股的利润，1901——1930……………………$2344000000

股息支付:

现金……………………………………………891000000

股票……………………………………………203000000

未分配收益……………………………………1250000000

1931年1月1日一1932年6月30日

优先股股息分配后的亏损…………………………59000000

1932年6月30日普通股股息未分配

一年半的收益滑坡所带来的影响，已足以将30年持续不断的利润再投资所形成的利益毁于一旦。

收益“再投资[38]”的好处—这些例子启示我们以批评的眼光考察支撑着美国股V、政策的另一个假设，即，大比例的年收益留存在企业中是对股东有

利的这一点或许完全正确，但是在判断其正确性之前，我们必须先考察一些通常为人们所忽略的因素。有关这个假设论点的推理通常可以用三段论的形式来表示，过程如一厂:

大前提—对公司有利的事情必然会对股东有利。

小前提—一如果收益留存在公司，而不是以股息的形式支付掉，这将对公司有利。

结论一一提留公司收益是时股东有利的。

以上推理过程的问题显然出在大前提。对公司有利的事情必然对股东有利，这个论断只有在公司获得利益不是以股东的利益损失为代价的情况下才成立。拿走股东的钱交给公司，无疑可以增强公司的实力，但这样做是否对企业所有者有利就是一个完全不同的问题了。企业管理者“将收益注入公司财产”通常会得到人们的赞同;但是在衡量这样一种政策所带来的好处时，时间因素常常不在考虑之列。一种观点认为，如果企业所支付的股息仅占收益的一小部分，数年之后股票的价值将有所增加;但是，我们无法保证这种增加足以补偿公司提留收益给股东造成的股息损失，当以利滚利的方法估量这种损失时更是如此。

统计归纳式的研究肯定会得出一个结论，即，公司的盈利能力一般不会随着累积盈余的增加而同

比例地提高。假设财务报表所报告的收益可以完全用于分配，那么从实实在在的钱的角度考虑，以股息的形式获得所有这些收益肯定会更有利于大多数股东。有一个现象和人们对这个事实的不自觉的认识大有关系，即，支付较丰厚股息的普通股往往比盈利能力相同，但只支付收益一小部分的普通股价格高一些。

股息政策是随心所欲地或从自利的角度出发制定的—股东获得对股息问题的清醒认识的障碍之一是，人们普遍认为，股息政策的制定完全是一种管理职能，其方式有如对企业的日常经营管理一样。从法律上讲这是对的，除非能够确证存在着不公平的现象，否则企业股息分配的行为都不会受到法庭的干涉。但是如果股东的意见能够得到有效的表达，法庭一定会执意削减董事在股启、政策方面的专断权力。经验表明，出于不同的原因，这种不受约束的权力常常被滥用。一般来说，董事会的大部分由执行经理和他们的朋友们构成。经理们当然希望将尽可能多的现金保留在公司的钱库里，这样可以纾缓他们的财务困境;为了膨胀自己的权力和达到更高的工资水平，他们也热衷于不断扩大企业的经营规模。这是企业不断盲目添置生产性设备的一个主要原因，事实证明，它是长期存在的影响国民经济发展的主要不稳定因素之一。

在股息政策方面的随意权力还可能出于更为不可告人的目的而受到滥用，有时可能为了方便某些人以极低的价格吸纳股票，有时则是为了让这些人在高价位下出货。在大股东看来，对高收入征收的高额累进税，使得以股息的形式支付收益不甚有利。因此股息政策的制定，有时是从控制着董事会的大股东的应税地位的角度考虑的。当能够左右一切的股东作为董事经理享受着高薪水待遇时，这种状况更为明显。在这样的情况下，他们非常希望将属于他们的收益份额保存在公司的钱库里，因为钱库是由他们掌管的，而且通过这种安排，他们还可以享有对属于其他股东的收益的控制权。

对股息政策的专断控制使得普通股分析进一步复杂化—从总体上考察美国公司的股息政策，我们无法得出这样的结论，即，在这方面赋予企业管理者的毫无限制的权力是对股东的利益有利的。、在不胜枚举的例子中，管理者随心所欲地以不明智或不公平的方式，行使着决定支付或提留收益的权力。股息政策的形成是如此之任意，这使得普通股分析的不确定性进一步增加。除了判断盈利能力的困难之外，还要揣测董事们会认为多少收益用于支付股息是合适的，这是第二个难点。

值得注意的是，这种特征是美国的公司财务所独有的，在其他重要国家找不到类似的现象。除了

储备以外，典型的英国、法国和德国公司每年将几乎所有的收益支付股息。39因此这些国家的公司不会象美国公司经常出现的情况那样，积攒起大量的盈亏项目盈余。在国外，企业扩张所需资本不是来源于未分配收益，而是通过追加发行股票获得。也许在某种程度上，外国公司资产负债表的储备帐户的用途，和美国公司的盈余帐户一样，但是这些储备帐户的规模却很少能与美国公司的盈余帐户相提并论。

由于掺水股的存在而进行的收益再投资—美国公司将收益再投资的理论看来还源于战前的掺水股发行热。在很多大型工业公司成立之初，普通股权的设立没有对应着任何有形资产的投人，优先股的利益也得不到足够的保护。因此企业管理者想方设法在后来的收益_上面做文章以弥补这种先天不足也是很自然的。由于新增股票无法按照平价价值发行，所以企业扩张所需的追加资本除了未分配利润以外，从其他途径很难获得，这使得管理者越发热衷于提留收益。40

例:伍尔沃思和美国钢铁公司的不同寻常的经历，为人们提供了过度资本化和股息政策的关系方面的确凿案例。

1911年，当F"W·伍尔沃思公司向公众出售原始股份的时候，公司发行的优先股对应着所有有形资

产，普通股则对应着商誉。相应地，资产负债表设置了一个总额为$5000000的商誉资产项目，以平衡与之对应的平价为$100的500000股普通股权益。41

随着伍尔沃思公司的兴盛，提留的收益积累构成了大量的盈余，公司又不断从这些盈余中计提资金以冲销商誉帐户，最后将这个项目的价值削减到$1042

在美国钢铁公司的案例中，这家公司的初始资本化超过其有形资产价值的差额，这比按平价计算的普通股价值还要高，即$508000000。这些"水份"没有象伍尔沃思公司那样在资产负债表中用商誉帐户来平衡，而是采用高估固定资产(例如"财产投资帐户"中的固定资产)的方式掩盖起来。不过，企业管理者后来通过各种各样的会计方法，将经营的收益用于冲销这些不存在的或虚假的资产。到了1929年底，总计从收益或盈余项目中提取了高达$508000000的资金—等于普通股的初始总值—用于减计财产帐户的金额。

在有关损益帐户和资产负债表分析的章节中，我们将从对投资价值影响的角度，进一步讨论上面提到的一些会计政策。从股息的角度来看，在以上两个例子中，公司留存大量收益而不对股东发放的决策，显然在一定程度上是为了清除资产帐户中的无形资产项目。

上述讨论的结论—通过以上讨论，我们可以总结出某些结论。这些结论与这样一些问题有关，首先是一个很实际的问题，即，与财务报告所显示的收益相比，应如何看待股息率的重要性;其次是一个理论性较强，但却重要得多的问题，即，从股东利益的角度考虑，怎样的股息政策应被认为是最佳的。

经验将确证股票市场既定裁决的正确性，即对于股东而言，以股息形式分配给他的1美元收益，具有比以盈余的形式存在的1美元收益更大的价值。在一般情况下，普通股投资者应该对盈利能力的大小和股息的多少给予同样的重视。在股息少得不成比例的情况下，只有当收益表现特别优异时(或者流动资产特别充足时)，进行一项投资性购买才是合理的。另一方面，显然，特别慷慨的股息政策难以补偿收益不足的缺憾，因为凭借这样一种收益状况，较高的股息率必然是不甚可靠的。

为了从定量的角度阐释这个观点，我们先给出以下几个定义:

股息率(dividentrate)是指公司向每股股票支付的年股息的量，它可以以对应于每股平价价值为$100的股票的一定美元或百分比形式来表示。(如果平价价值低于$100，一般不主张以百分比的形式表示股息率，因为这样表示可能会引起混乱。)

收益率(earningsrate)是指每股的年收益额，它可以以对应于每股平价价值为$100的股票的一定美71;或百分比形式来表示。

股息回报率股息比率(dividentratio)、股息回报率(dividentre-turn)或股息报酬率(dividendyield)，指的是股息支付与市场价格的比率(例如，一种股票每年支付$6的股息，售价为$120，则股息比率为5%)0

收益比率(earningsratio)、收益回报率(earningsreturn)或收益报酬率(earningsyield)，指的是年收益与市场价格的比率(例如，一种股票收益为牟6,售价$50，则收益比率为12%)043

让我们假设一种被称为A的普通股，收益为$10，股息为$7,它的合理售价为$100。这种股票的收益比率为10%、股息回报率为7%。那么一种背景类似的、收益$10，但股息只有$6的普通股B，其售价应该低于$100。它的价格显然应该处于$85.71(代表7%的股息报酬率)和$100(代表10%的收益报酬率)之间。一般来讲，这个价格靠近下限的可能性要大于靠近上限的可能性。根据合理的估计，相对价格为90是比较合适的，在这个价格水平上，股息报酬率为6%，收益比率为11.1%。如果投资者在股息报酬率方面作出一定的让步，允许其低于标准水平的话，他就有理由在盈利能力方面相应地提高要求到标准水平以上。

与此相反的例子是背景相似的股票C，收益可能是$10，股息为$8。对于这样一支股票，由于股息较高，投资者有理由以高于100的一定溢价进行购买。价格的上限显然是$114，在这个价格下，股息比率为标准值7%，但收益比率将只有8%。在此，适当的价格接近下限的可能性仍然比接近上限的可能性要大，它可能是容105，根据这个价格计算，股息报酬率将为7.62而收益比率为9.52%。

股息支付的推荐原则—尽管这些数字是任意假设的，但它们非常精确地模拟了股票市场正常条件下真实投资价位的估计。除了收益以外，一可以看出股息率因素是重要的，这不仅因为投资者很自然地期盼着来自他所投资资本的现金收入，而月_因为未以股启、分配的收益往往会失去一部分对股东而言的有效价值。由于这个原因，在对待公司的股息政策方面，美国的股东改变现在一普遍保持的这种态度是大有裨益的。。作为对传统观点的一个必要修正，我们提出以下原则建议:

原则:股东有权获得来自于属于他们的资本的收益，除非他们决定将这些收益一再投资于企业。只有在得到股东的明确批准的情况下，管理者才可以留存收益或将收益用于再投资。这些必须留存下来以维护公司地位的“收益”根本不是真正的收益，它们不应该以利润的形式出现在财务报表中，而应该

作为必要的储备从损益帐户里扣除，并附以充分的说明。强制保留的盈余是一种虚设的盈余。

只要这个原则得到普遍接受，提留收益就不会被视作一种理所当然的事，也不会成为管理者武断决定的结果，与目前改变资本结构和增发新股的决策过程一样，管理者必须对此提出充分的理由。其结果是，对比现在的情况而言，股息政策将受到更仔细的审查和更富建设性的批评，从而对管理者盲目扩张生产能力和过度积累营运资金的偏好实施有益的监督。440

如果每年收益的大部分以股息的形式分配给股东成为一项通行的政策(国外正是这么做的)，那么股息率将随着商业环境的变化而浮动。这显然会对股票价值引人一个新的不稳定因素。但是现行做法的弊端在于，它无法带来一种能够达到其所宣称的目的，并合理补偿因其而起的损失的股息率。因此人们所获得的不是能够缓和收益的不确定性影响的可靠的股息，相反常常被迫接受一种任意的和毫无根据的股息政策，这进一步加剧了收益风险。合理的改进办法应该是，将平衡各年收入回报的任务交付给股东自己来完成。由于普通股投资者必须形成一些有关平均盈利能力的相当成熟的观点—它们具有超越各个具体年份波动的表象的特征，因此他们可以按照同样的习惯形成与此类似的平均收入的概

念。实际上这两个概念在本质上是一样的，所以这种类型的股息波动不会使普通股投资者的境遇恶化。最终的结果是，和现行的试图—经常不成功——通过大量充实盈余帐户以稳定股息的方法相比，这种股息波动将更有利于投资者。在后一种情况下，股东的平均收入可能会高得多。

一个佯谬—虽然根据我们的结论，收益的较大部分以股息形式发放肯定会增加普通股的吸引力，但是我们还是应该认识到这其中包含了一个可疑的矛盾，即，通过拿走一部分价值可以增加价值。股东以股息的形式从资本和盈余基金中提取的资金越多，他对剩余部分价值的评价越高。这很类似于《西卜林书》(theSybillineBooks)45中的传奇故事，所不同的是，这里剩余部分价格的_上涨是因为其中一部分被取走了。

这一点可以通过比较艾奇逊公司和太平洋联盟公司—两家地位相似的铁路公司—在1915年1月1日到1924年12月31日的10年间的数据得到充分的证明(表29-1),

我们注意到，由于艾奇逊公司没有增加它的股息支付，股票的市场价格未能充分地反映出公司在盈利能力和帐面价值方面的大幅度提高。而太平洋联盟公司较慷慨的股息政策却带来了恰好相反的结果。

在这一章中所讨论的有关股息问题的两种观念的内在冲突，在很大程度上解释了股票市场的这种反常现象。在下面的简要总结中，我们将努力阐释股息问题在理论和实践层面之间的关系。

| 项目 | 普 |
| --- | --- |
| | 太 |
| 收益．1915—1924年共10年 | $1 |
| 盈余帐户的净调整 | 借 |
| 可向股东分配的总额 | $1 |
| 股息是付 | $9 |
| 市场价格的上升 | 33 |
| 股东实现的利益总额 | $1 |
| 收益的增加，1924年和1914年相比 | 9% |
| 帐面价值的增加，1924年和1914年相比 | 25 |
| 股息率的增加，1924年和1914年相比 | 25 |
| 市场价格的增加，1924年和1914年相比 | 28 |
| 1914年12月31日的市场价格 | 11 |
| 1924年12月31日的市场价格 | 14 |
| 截止到1914年6月30只的年度收益 | $1 |
| 1924日历年的收益 | 14 |

*未包括大约每股$7的从储备向盈余帐户的转移。

**1924日历年数据和截止到1914年6月30日的会计年数据的比较。

总结—1.某些时候，股东从极端保守的股息政策中能够获得积极的利益，即，最终获得多得多的收益和股息。在这样一种情况下，市场因为股息微薄而轻视有关股票的判断将被证明是错误的。利润被用于增加盈余而不是以股息的形式分配的状况，在这里应该使得市场价格较高，而不是较低。

2。不过在更经常的情况下，股东从股息支付中所获得的利益远远高一于从盈余增长中得到的好处二导致这种结果的原因是:(a)用于再投资的利润未能同比例地提高盈利能力;或(b)它们根本不是什么真正的“利润”，而只是一种为了保证企业的正常运作所必须保留的储备。在这种占多数的情况下，市场偏好股息而蔑视盈余增长的价值取向可以说是合情合理的。

3.在股东们公认第一种情况更合意的同时，他们却以第二种情况为根据进行投资，这使得思维上的混乱油然而生。如果股东们能够有效地维护自己的权利，这个矛盾就会迎刃而解因为这样的话，提留大比例的收益将成为一种例外的做法，必须受到股东的严格审议，可以想见，只有在认定留存收益有利于股票持有人的前提下，这种决策才会得到通过。对低股自、率决策1'W采取的这样一种郑重其事的审批程序，可能会有效地消除股票市场在这方

面

的怀疑态度，使得用于积累的收益能够和以股息形式分配的收益一样，在价格中得到准确的反映。

以上讨沦看起来可能会和前一章中提出的一个观点，即造成普通股价值增长的一个经常性原因是未分配利润的再投资，显得有些矛盾。在此我们必须区分两个不同的论点。看一下我们提供的每股收益$10、股息$7的标准公司的例子，前文曾经指出过，每年不断转入盈余的每股$3的收益，将年复一年地增加股票的价值。这是毫无疑问的，但同时，价值的增长率可能会大大低于3%的复合增长率。再看一个相反的例子，即:$3用于支付股息，$7被转人盈余，这个差别是一目了然的。无疑，更多的收益被转人盈余将提高股票的价值，但同样非常可能出现的情况是，这个价值的的增长速度不会达到7%的复合增长率。因此反对将年收益的大部分用于再投资的观点是非常正确的。我们的批评是针一对后一种政策的，即留存70%的收益，而不是针对大约30%的利润用于再投资这种正常做法。

- **第30章股票股息**

以股票代替现金所进行的股息分配分为两种类型，它们可被分别称作特别的和定期的。特别股票股息可以定义为一种将往年的累积盈余部分资本化的过程中所发放的股票股息，即，它将累积盈余帐户中的大量资金转移到法定资本帐户中，并向股东配送额外的代表这部分被转移资金的股票。

定期股票股息可被定义为一种在仅将当年收益部分资本化过程中所发放的股票股息。因此它的数额往往相对较小。它之所以称作是定期的，原因在于这种股息通常根据既定的政策在连续的若干年中定期发放C

特别的股票股息

特别股票股息的发放是合理合法的，但总的来说，它们造成的影响是令人遗憾的。这种股息唯一的表面看来合理和可取之处在于，它可以将股票的市场价格调整到便于交易的水平。感兴趣的公众多和存在一个活跃的市场是普通股的吸引人的特征，但是当正常的价位上升到很高的水平时，比如每股

$300或$400，这些特征也随之消失。因此，通过发行大比例的股票股息的办法来增加股数并降低每股价值是一个合理的调整步骤。

例:1917年，伯利恒钢铁公司的股票售价高达每股$500以上。一次200%的股票股息分配(另外还按照平价增加发行了一批股票)，将市场价格降低到了1500

拆股—通过降低股票的平价价值可以取得完全相同的效果，这样一种措施通常被人们称为“拆股”。在最近一次牛市当中，降低平价价值的做法比采用按平价价值发放大比例股票股息的做法常见得多，原因是股票市场价格的上涨已经到了用累积盈余无法调整的地步，对后者所进行的分配已不足以有效地达到目的。

例:1926年，通用电气公司股票的售价高达$36004股无平价股票被用于替换1股每股平价为$100的原股票，从而使股票的市场价格降低到了$90左右。如果通过发放300%的股票股息来达到同样的效果，盈余帐户必须向资本帐户转移5.4亿的资金，但是当时的盈余帐户中只有1亿资金。当通用电气公司股票在1930年再次以4拆1的比例实施拆股时，也存在着类似的情况。

对于伍尔沃思公司，初始的500000股普通股通过采取以下措施增加到了9750000股，这些措施包括股

票股息和拆股。

流通在外的总股数

1920年:发放f30%的股票股息，将价格从大约140降低到了大约110…………………650000

1924年:平价价值从$100降低到$25，将价格从大约320降低到了大约80……………2600000

1927年:发放了50%的股票股息，将价格从大约180降低到了大约120………………3900000

1929年:平价价值从$25降低到$10，将价格从大约225降低到了大约90………………9750000

美国罐头公司在1926年双管齐下，它在将平价价值从$100降低到了$25的同时发放了50%的股票股息。因此6股股票替换了原来的1股股票，而价格从大约300降低到了50左右。

无平价股票的拆股和股票股息—对无平价普通股而言，拆股或发行股票股息会导致完全相同的结果，而且从所产生的所有实际效果上根本无法区别。虽然股票股息要求在帐面上从盈余向资本转移一定的资金，但是无平价股在会计处理方面的无限灵活性，可以使这种转移成为一种形式化的程序。

例:中州电气公司在1926年支付了900%的股票股息，将股票(无平价)数量从109000股增加到了1090000股。在1925年底，旧股票的帐面价值大约是每股$科，但是新股票冲减盈余的幅度仅为每股$to

与此类似，1929年可口可乐公司以无平价A类股票的形式支付了100%的股票股息。这些股票的帐面价值被计为每股$5(低于普通股的设定价值)，尽管A类股票除了被设定了这样一个平价数字以外，具有平价$50、股息率6%的优先股的所有特征。(还可以参考该公司1927年普通股100%应付股票股息的会计处理方法，以及在第42章中所讨论的该公司在购回A类股票时所作的处理。)

对特别股票股息和拆股的批评—发放股票股息和拆股消息的发布都会对股票市场价格产生强烈影响，因此它们为内部人的炒作和获取不正当利润提供了可乘之机，所以这两种措施都受到了严厉的指责。从理论上讲，大比例的股票股息显然不会给股东带来什么原本不属于他的东西，他手中的两张纸质凭证所代表的不过是原来由一张凭证表示的所有权。根据这个逻辑，美国高等法院裁定，股票股息不属于收入，因此可免交所得税。然而在实践当中，股票股息具有特别的投机意义，因为股票投机主要是一种A猜测B,C和D会怎么想的活动—B,C和D也努力做同样的事情。所以，股票股息即使不具有任何实际的意义，它至少激发了人们相互间试图先发制人的动机，这常常是投机者活动的根本特征。

一个重要的投资性因素—如果不是因为发放大比例股票股息可能伴随着一个具有实际重要性的投

资性因素，这种措施蛊惑人心的本质特征将更为明显。特别股票股息的分配往往是固定的现金股息率提高的先兆。由于投资者对现金股息具有由衷的兴趣，他们必然也会对股票股息感兴趣，因为股票股息和现金股息可能的增加有关。这使问题变得比较复杂，宣布股票股息分配消息的纯操纵性特征因此表现得不甚明显。

成功的工业类公司的股息变化阶段常常依循以下顺序:

1.持久的低股息(和收益相比)分配时期，同时形成了巨额盈余。

2.突然发放大比例的股票股息。

3.随即提高现金股息的固定支付额。a6

特别股票股息的发放具有巨大的模糊投资和投机态度的作用，并且特别容易受到控制这种决策的人的不正当利用，这一点是其他政策所无法相比的。

定期的股票股息

对比前面所讨论的不规律并常常导致不公平的特别股票股息而言，定期股票股息在内在合理性方面大有进步。对于前一种做法，首先要求在盈余帐户中存在着大量的未分配收益的积累，然后最终在任意的时间将这部分资金中的任意一部分，通过发放股票股息的方式进行资本化。假设在很多情况下

企业留存年收益中的一大部分是合理的做法，那么及时地向股东提供他们对这部分再投资利润所具有的所有权的有形证明，将使得股东利益得到更有效的维护。

如果一家企业每年稳定地获得每股$12的收益，只发放$5的现金股息，那么如果股东每年获得代表被转人公司资源的$7中的大部分的股票股息的话，他将受益匪浅。当然在理论上，额外的股票凭证不会带来任何东西，换句话说，如果没有股票股息的话，他原来持有的凭证仍能充分代表他对每股$7增值的所有权。但是在现实中，定期股票股息的支付将带来重要的利益。它们包括:

1.股东可以出售股票股息凭证，这样他就有权选择用现金还是用更多的股票来代表被用于再投资的收益。在没有股票股息的情况下，理论上他也可以通过出售一小部分代表股权的原有凭证来达到同样的目的，但在实施中，这种做法存在计算上的困难，并且操作起来不太方便。

2.这种政策可能会给股东带来较多的现金股息，因为既定的现金股息率常常适用于新增发行的股票。例如，如果一家公司收益为$12，现金股息为85，股票股息为5%。第二年，该公司很可能对新股票也支付$5的现金股息，对原先持有的股票而言，这相当于股息增加到了$5.25。如果没有发放股票股

息的话，公司可能不会改变$5的股息率。47

3通过将再投资利润转人法定资本(而不是盈余)，企业管理者有直接的义务运用这些新增资源赚钱并向它们支付股息。而对损益盈余(profitandlosssurplus)项目的资金来讲则不存在这种要求。股票股息的支付过程不仅是对经营效率的一个挑战，而且是对再投资资金运用得当与否的一个合适的检验。

4.支付定期股票股息的证券的市场价值，比不支付这种股息的类似普通股要高一些。

定期股票股息的不同支付形式—在大约1923年到随后的萧条来临之前，分配定期股票股息的实践形式发展异常迅速。这些分化形式可分为以下几类:

1.标准的形式是在固定的现金股息之外，支付一定的股票股息。这些股票股息可以每月4s、每季度49、每半年50或每年5‘发放一次。

2.有时定期股票股息作为固定现金股息的一种替代形式提供给股东。股东有权在一定数量的现金和股票之间进行选择。

例:西格雷夫公司在1925年和1929年之间(包括首尾两年)，每季度支付年股息率为$1.20现金或10%股票的股息。

3.在某些情况下，股票股息是唯一的股息形式，不发放现金股息，也没有选择的余地。最著名的定

期股票股息的典型代表—北美公司—在1923到1933年间按照这种方式每季度发放2.5%的股票，其中有一年股息率减少到了每季度2%0(在1934年2月，股票股息降低到了每季度1%，同时增加了12.5美分的现金股息。)

定期股票股息的负面特点—几乎所有的金融实践都不是无懈可击的，固定股票股息看来也不例外。这种股票股息应该受到批评的特点是，它规定了一个市场价值超过被转人盈余的收益的固定股票股息率。这种措施致使不明真相的购买者过分青睐有关证券，他们被现期股票股息的高现金价值所蒙蔽。只有深入考察公司的会计方法，才会了解这种股票股息支付的实际意义。

让我们借用北美公司这个突出例子作一个说明。正如前文所介绍的，该公司连续10年每年向普通股支付10%的股票股息。从帐面上看，在这一时期的大多数年份里，10%的股票股息所代表的不过是每股仅邪1的支付额。这种说法的根据是，在1927年以前，股票的平价价值为$10，在后来股票被设定为无平价之后，帐面记录的“设定价值”仍为每股$10。因此平价或设定价值的10%仅相当于每股$1。但是从投资者的角度看，他所获得的股息要比每股$1值钱得多，因为北美公司普通股的市场价格远远高于其平价或设定价值。

这个实际情况反映在下表中。

| 年份 | 每股收益<br>* | 价格变动范围 | 10%股票<br>公司帐面 |
|---|---|---|---|
| 1932 | 2.01 | 43—l4 | 1.47 |
| 193l | 3.41 | 90—36 | 1.24 |
| 1930 | 4.53 | 133—57 | 1.O0 |
| 1929 | 5.03 | 187—67 | 1.0O |
| 1928 | 4.68 | 97—56 | 1.O0 |
| 1927 | 4.06 | 65—46 | 1.O0 |
| 1926 | 4.05 | 67—42 | 1.00 |
| 1925 | 3.74 | 75—41 | 1.00 |
| 1924 | 3.32 | 45—22 | 1.00 |
| 1923 | 3.59 | 24—l8 | 1.00 |

*根据当年流通在外的平均股数计算。

**1931年前两个季度股息在帐面上计为$1，后两个季度的股息对应着转入股本的$1和转入资本盈余的46．8美分。

可以注意到，从1931年第三季度的支付开始，因发放股票股息而冲抵收益的金额每年从每股$1提高到了$1.468。纽约股票交易所随即针对这一情况提出要求:对应于股票股息发放所进行的对收益或收益盈余的冲抵额，必须同时反映出新股在资本盈余以及法定资本中的权益。不过尽管公司根据这个要求进行了调整，但是在后来的市场价格暴跌之前，股

息的帐面价值和股票市场—当然也就是股票持有人—对这部分股息的评价之间仍存在着巨大的差距。

恶性循环的危险—这样的安排可能会促成一种恶性循环。市场价格越高，股票股息的表面价值也就越大，这反过来又给更高的市场价格提供了看似合理的存在根据。(在股票股息为10%的情况下，无论市场价格已经攀升到了怎样的高度，股息回报率显然都还是10%.)这个结果具有欺骗性，而且为狂乱的投机以及卤莽的投资提供了有害的激励。从效果上讲，这和诸如美国罐头公司和国民饼干公司多年以前的境遇恰巧相反，当时由于这些公司所采取的过分“谨慎”的股息政策，市场价格停留在远远低于股票真实价值的水平上。显然，遵循某种意在形成一个高于收益和其他价值因素所保证的价格水平的政策，也同样是完全错误的。这样一种没有道理的价格必然是难以长久的，而且极可能(原因可能是各种各样不适当的会计方法)给实施者带来一种超越投资公众的优势。52

发展历史—从历史的角度看，一个有趣的现象是，当北美公司开始实施股票股息政策之时，这种政策的第一个倡导者正决定摒弃这种做法。它就是美国照明和公共运输公司，1910—1919年间，该公司每年支付着$10现金加上10%股票的股息。在1916年，当股票售价为400左右时，股东每年获得股息的

可实现价值为$50，尽管收益仅为大约每股$25。只有当再投资于企业的利润不断增加，并在此基础上每年获得20%的利润时，这种股息政策才可能长期取得成功。但是收益递减法则(以及急速增长的复利利息)将明白无误地否定这种可能性。在1920—1921年的萧条中，美国照明和公共运输公司发现有必要大幅度削减股息率。市场报价随即跌至$80以下，对这一时期的投资性股票而言，这是一个令人瞠目结舌的跌幅。(艾奇逊公司在1916-1921年间的价格范围在$109到$76之间。)这个教训迫使董事会在1925年放弃了固定股票股息政策，正当此时，该政策在其他公共事业控股公司中大行其道。

股票股息产生恶性连环虚胀的例子—在经济繁荣的那几年里，股票股息被用作使报告利润恶性连环虚胀的工具。一家正常经营公司可以发放市场价值高于现期收益的股票股息，接下来一家投资信托公司或控股公司可以按照市场价值将这些股票股息作为收益对外公布。例如，中州电气公司是北美公司普通股的大股东，它在1928年对外公布了总额为$7188178的收益(不包括出售证券所获利润)。在这些收益中，$6396225是由在这一年获得的北美公司的股票表示的，它们在股票收受者帐面上是按照季度股息发放登记日的后一天北美公司股票的市场价值登录的。其中有一年，帐面所登录的作为收益的这

些股票股息的平均价格为$74,10%的股息的价格就是$7.40，而根据流通在外股票平均数量计算，这一年北美公司的每股收益为$4.68。尽管如此，股票市场将中州电气公司的这些虚假收益作为资本看待，并依此形成了对该公司股票价值的评价。

股票股息的支付必须以股票市场价格为根据—纽约股票交易所终于出台了一项新的上市规定，这项规定要求公司保证，在将其所获股票股息计人损益帐户时，这些股票股息的估计价值应不高于它们所冲抵的“有关发行公司的收益、盈余或未分配利润”的价值。

尽管这项规定煞费苦心，但它没能触及问题的关键。其实一个简单的规定就可以有效防止固定股票股息措施的滥用，即所发放股票股息的市场价值不得超过可用于发放股息的收益额。股息发放可以按照以下形式宣布:“特此宣布即将发放5%的股票股息。这些股息的市场价值大约是每股$6，它代表了在每股$10的现期收益中，被企业留存用于资本化的每股$70"

著名运动员拉斯基公司在1926和1927年采取了与此类似的程序。公司宣布，将根据董事会设定的价格，以无平价股票的形式发放每股$2的额外股息。这个价格被设定为每股$100，与市场价格相差无几。这种宣布方式并不意味着董事们保证或认定了

现期市场价格的合理性，而只是说明他们将现期市场价格当作一种客观事实。

以优先股形式支付股票股息的优点—可以用优先股替代普通股进行股息的发放。使用这种方法的主要例子是通用电气公司，从1922至1925年，该公司除了每年固定的$8的现金股息之外，还发放5%的额外股息。这些额外股息以6%的平价为$10的特别股票(specialstock)的形式发放，这种股票实际上是一种优先股。S"H·克雷斯公司和哈特曼公司也采取了类似的做法。这种方式在理论上的优点是，股息支付额明确地固定在所配送优先股的有效平价价值上53，从而避免了由于帐面价值和市场价值之间的差别所带来的复杂问题。当一家公司没有高级证券或数量很少时，以发行优先股来代表再投资收益的做法，不会有弱化资本结构之虞。

对于S"H·克雷斯公司，1931一1933年的萧条减少了对营运资金的要求(由于销售量的缩减)，因此公司认为用盈余中的现金清偿部分优先股是明智之举。从股东的角度来看，可以说这是一种处理未分配收益的理想安排。这种安排包括两个步骤:

1.在景气的年份里，收益由公司留存，用以支持公司的扩张和增加营运资金，股东则定期获得代表这些收益中一部分的优先股票。

2.如果随后的商业衰退使得企业不再需要多余的

资本，公司可以通过赎回优先股的办法将它们还付给股东。

令人遗憾的是，克雷斯公司的案例在美国金融史上显得形单影孤。而且，由于该公司以优先股的形式支付的股息仅占这一时期盈余收益的20%，这使得该案例的杰出性有所降低。不过，它的确明示了股东应该向管理者要求的股息政策的形式。

上述讨论的总结—对于我们在本章和前一章中不惜笔墨所讨论的各种各样的政策，可以作出以下3点总结:5a

1.将收益中的相当大一部分提留或再投资的做法，必须在确实对股东有利的前提下方可实行，判断的依据是，股东从这种做法中获得的利益超过了如果改向股东分配收益，股东将获得的现金的价值。这种提留决策必须明确地得到股东的批准。

2.如果留存利润从任何意义上说都是一种必需，而不是一种选择，则股东必须得到明确的通报解释，被留存的资金必须被设置为“储备”而非“盈余利润”。

3.出于自愿而保留在企业中的收益，应该通过定期配送额外股票的方式资本化其中的大部分，但是它们的现期市场价值不得超过这种用于再投资的资金额。如果随后发现这些新增资本已不必要保留在企业中，必须通过赎回先前发行的用以代表这些资

本的证券的方式，将它们分配给股东。

注释

1.还存在着第四种类型的利润分享安排，它比上述3种的重要性要低一些，最先出现在1928-1929年的牛市。这就是所谓的“选择权(op-tional)”债券或优先股。这种选择权指的是可以以一定数量的普通股(该数量是根据一定的股价计算得出)来替代现金利息和股息。

例如，商业投资信托公司1929年发行了股息率为$6的可转换选择权优先股，这种股票赋予持有人以十三分之一股普通股替代$6现金作为年股息支付的选择权。$6的现金股息与普通股价格为$78时的股票股息相当，也就是说，当普通股价格高于$78时，这种选择权将具有价值。与此类似，华纳兄弟电影公司1929年发行了利息率6%,1939年到期的选择权可转换信用债券，它赋予持有人以一股普通股代替$60现金年利息的选择权。

应该说选择权安排是可转换权形式的一种改进形式，凭借这种选择权，利息和股息可以独立于本金先转换成普通股。大部分—可能是全部—这类证券的本金也可以转换成普通股。收益支付可单独转换的特征从某种程度上增加了—但是程度不大—本金可转换特权的吸引力。

2.1927年的(美国投资银行协会工业证券委员会报

告》引述了—很可能是表示赞许—一个建议，由于一批中等规模工业公司所发行的高级证券“在过去的5到10年中遭受了严重损失”，因此应该采取可转换权或其他特权的形式，赋予投资者参与未来收益分配的权利，以补偿这种风险。参见(美国投资银行协会第16届年会文件汇编》，1927年，第144一145页。

3.目前，笔者尚未找到有关以美元计算的附权证券的发行额和流通余额的全面数据资料。附录33中介绍了这类证券规模不断壮大的具体证据。‘原文为“onaparitybasis"，债券市场价值与其可转换成的普通股的市场价值相当。—译注

二*即认股权证和债券相分离，分别具有价格，可分别出售。—译注

、*关由此可以推断，债券的面值为1000，而前面所说的“以97.5的价格出售”指的是每100面值的债券的售价。这种说法在文中多次出现—译注.

4.价格的单位，如前面的“售价为34.125”即售价为34.125个点。—译注

5.在实践中，套利操作常常也是使得转换权得以实施的原因，这种操作的方法是:购买债券，同时以略高于“转换平价(conversionparity)”的价格出售股票。

6.由于附权证券日益增长的重要性，以及通行的

介绍性教科书对这方面问题的讨论不够彻底，本书这部分的篇幅看起来可能会有些不成比例。

7."债券的价格为120"意指每面值为$100的债券市场价格为$120—译注

8.注意，应将所得结果除以1000

9.白岩矿泉公司参与优先股和普通股在1929和1930年的价格水平所反映出的价格反差比正文中的例子显著得多。由于这种市场状况，几乎所有的参与优先股持有人都接受了将持有股票转换成普通股的方案，尽管这意味着在(股息)收入没有增加的情况下失去了他们的优先地位。

10.R"J"雷诺烟草公司普通股和B类股票间持续存在的市场价格间的巨大差异有其特殊的原因，持有普通股的公司管理人员和职员享有特别的利润分享利益，而B类股票持有人没有这种权利。

11.注意，独立石油和天然气公司的债券提供了以$35购买一股普通股的权利，而怀特缝纫机公司的认股权证提供了仅以$10就可以购得一股普通股的权利。但是前者意味着对一项固定债权或一股普通股的所有权，而后者仅仅意味着一种以不同于市场价格的价格对一股股票的购买权利。

12.在某些情况下，公司以高于市场价格的价格赎回旧证券以发行新证券，这使得可提前赎回的特征给证券持有人带来了好处。不过，即使公司没有

保留提前赎回的权力，通过“购回(buyin)”证券的操作，也会给持有人带来同样的好处。美国钢铁公司利息率5%,1951年到期债券正属于后一种情况，该证券是不可提前赎回的，公司以110的价格购回了该证券。

13.杜因例举了太平洋联盟铁路一俄勒冈短途铁路公司1903年发行的利息率4%的参与债券的例子，该债券由北方证券公司的股票作为抵押担保。对于抵押证券收获的任何超过4%的股息，债券持有人都有权参与分配。正当该债券即将开始获得参与额外利息的分配时，它被以102.5的价格提前赎回。参见阿瑟"S"杜因，(公司的财务政策》，第175页脚注，纽约,1926年。

14.艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司利息率4.5%,1948年到期的可转换债券避免了这种情况的发生，办法是，规定只有在1938年特权到期之后，才允许提前赎回债券。最近发展起来的另一种保护措施是，在提前赎回证券的同时，给持有人提供认股权证，使他们有权购买与在高级证券未被赎回的情况下，通过可转换权可获得的相同数量的普通股。可参考自由港德克萨斯公司发行的股息率为6%的可转换累积性优先股的例子。15.参见附录35的例子(统一纺织品公司的利息率7%,1923年到期债券)。

16.参见附录36的例子(美国电话和电报公司发行

的利息率为4.5%,1933年到期的可转换债券)。

17.为了防御这种形式的稀释，公司有时向可转换证券的持有人提供一种认股权，该认股权与他持有所持证券可转换得的股票所拥有的认股权相当。这方面的例子有:纽约一纽黑文一哈特福德铁路公司发行的利息率6%,1948年到期的可转换信用债券，和商业投资信托公司发行的利息率5.5%,1949年到期的可转换信用债券。

18.reversesplit一ups，即并股。—译注

19.参见附录37有关道奇兄弟公司发行的利息率为6%的可转换信用债券的例子。

20.对于某些可转换证券(如前面提到过的波多黎各一美国烟草公司利息率6%债券，和国际纸业和能源公司的第一优先股)，当实施转换的证券达到一定比例之后，剩余证券的转换特权即被取消。这种规定使得竞争因素在特权的有效期内始终存在，并且从理论上说，它将使特权永远无法表现出充分的价值。

21例如，芝加哥一米尔沃基一圣保罗一太平洋铁路公司发行了利息率5%,2000年1月1日到期的可转换调节抵押系列A债券，该债券可转换为5股优先股加上5股普通股。参见第623页附录中的另外一个例子。

22.这些变种的证券常被冠以不同的名称，包

括“投资凭证(investmentcertificates)",“可转换信用凭证(convertibledebenturecertificates)",“附息派股证书(interest一bearingallotmentcertificates)”和“可转换契约(convertibleobligations)".1932年，联合煤气和电气公司要求大部分的债券实施转换，但是公司又为持有人提供了一个选择机会(除了

债券合同已经规定的选择权之外)，即可将债券转换成同样不合常规的“系列A和B可转换契约，2022年到期”，该契约同样可以根据公司的选择转换成股票。由于债券的双联合同规定，当股息率为$5.5的系列优先股股息支付违约时，公司不得要求持有人按公司的选择实施转换，1933年11月15日之后，公司暂缓要求总额为乖17000000“利息率5.5%的投资凭证”实施转换(因为在1932年6月15日之后，股息被滞付)。

有趣的是，1932年12月，宾夕法尼亚证券委员会宣布禁止这些“可转换契约”的销售，理由是这些契约的条款有问题。公司就委员会的命令向费城联邦地方初审法院提出上诉，不过后来又撤回了上诉(参见135Chronicle43834559;136Chronicle3261011)o

23.可以参考下列1920--1921年发行的一些证券的情况:沙威尼根供水和能源公司1920年发行了利息率7.5%,1926年到期的中期黄金债券，该债券可转换成利息率6%,1950年到期的第一抵押替续债券，后者是

前者的抵押担保证券;圣华金照明和能源公司1920年发行了利息率8%,1935年到期的证券抵押信托债券，它可以转换成作为抵押担保品的1950年到期的系列C第一抵押替续债券;加利福尼亚州的大西部能源公司1920年发行了利息率8%,1930年到期的黄金债券，它可以转换成作为抵押担保的利息率7%,1950年到期的系列B第一抵押替续债券。

另一种债券一债券转换形式的代表是道森铁路和煤炭公司发行的利息率5%,1951年到期债券，它可以转换成艾尔帕索和西南铁路公司利息率5%,1965年到期的第一抵押债券(这两家公司分别是南太平洋铁路公司的母公司和一个子公司)。这种例子非常罕见，因此无须将其一般化。

24.原文为“whenissued".—译注

25.参见附录38有关该证券的详细介绍。

26.这个概念不能与平价(Par)的概念相混淆，后者所指的仅仅是所考察证券的票面价值。当“平价”这一概念用于指股票价格时，它总是指每股为$100，在股票的实际平价不是$100时也是如此。

27如果高级证券能够马上转换成普通股，那么这种折价差额将形成一个套利机会。这是一个只赚(通常利润不大)不赔而且没有风险的机会，方法是0)同时买进高级证券并卖出普通股;(2)立刻将高级证券转换成普通股;和(3)以这些普通股轧平被售出的头

寸，完成交易。这种“先开后合(open-and-shut)”式的套利操作在活跃的上升市场上很常见;但是这些机会往往由专门从事这种操作的经纪人所垄断。其他形式的证券套利操作的机会出现在重组、合并、拆股和新股购买权等领域。对该问题的详细讨论可参考迈耶"H"温斯坦所著的(证券套利)一书，哈拍兄弟出版社1931年出版。过去，“套利”一词指的是在不同的市场上(如纽约和伦敦)同时买进和卖出同一种证券，以及对外汇进行类似的操作。

28.当两种证券都具有明显的投机性时，这个逻辑关系依然成立。例:西马里兰铁路公司的优先股可以按1比1的比例转换成普通股。在1928一1933年间的大部分时间里，其售价不高于普通股。因此如果有人愿意持有普通股的话，他可以将普通股调换成优先股，因为优先股除了拥有普通股的所有获利机会以外，又兼具优先地位。到了1934年初，优先股以高于普通股的合理的溢价出售——两者的价格分别为23和170

29.商品交易中的“对冲”虽然在叫法上一样，但从内容上讲却是一种完全不同的操作。简单地说，它的目的是为了保护正常的生产或分配利润，避免因为商品价格的变动遭受投机性损失。假设有一位磨面厂厂主购买了小麦，并准备在数月之后出售加工出来的面粉。他可以通过卖出小麦期货合同的方

式作“对冲”，以规避因小麦价格下跌所导致的利润损失的风险。当面粉售罄之后，他再轧平(即购回合同)出于抵补风险的目的所售出的小麦期货头寸。大部分的商品对冲操作主要以规避风险为目的，而证券的对冲操作通常旨在赚取直接的利润。

30.在写作这本书时，拟议中的(股票交易控制法案》可能会禁止卖空交易，这将使这里所讨论的对冲操作无法存在。

31附录39对该操作进行了分析。

32.参见附录40中1932年债券价格的数据。

33.第六部分中，在讨论资产负债表分析时，我们将对速动资产的各项内容(现金、应收帐款和存货)的数字的相对可靠性进行详细的考察。

34."commonizing"—译注

35新时代投资理论在数学分析方面保持明显的沉默。价格与收益，或价格与收益趋势的关系可以随市场的意愿而任意变化(注意一下第313页给出的电力和照明公司的股票价格与它的收益记录的比较)。如果要试图给出这种估价思想的数学表达式话，我们也许可以说它是以收益对时间的导数为基础的。

36.这个法则的一个例外存在于相对比较罕见的一类情况下，即普通股达到了优质债券的安全性要求。单独购买这样一些普通股可以被称为投资，因

为投资品的质量决定于证券的地位，而不是它的合同权利。这种与众不同的普通股地位类型将在“流动资产价值的重要性”一章中进行讨论C

37.希腊神话中能够战胜海妖的神。—译注

38.plowing-back，指把(草等)犁人土中(作肥料)，此处比喻利润再投资。一一译注

39.参见附录41的讨论和例举。

40.无平价价值安排主要是在战后发展起来的。

41.这种做法曾经作为工业公司融资的标准方案存在了多年。罗巴克·

西尔斯公司、克卢特·皮博蒂公司、国民风衣和西服公司等都采取了这种办法。

42.应该注意到，当一开始伍尔沃思公司资产负债表中商誉项目的帐面价值为$50000000时，它的真实价值(根据股票的市场价格来衡量)仅为$20000000。但是当商誉项目在1925年被减计至$1时一，它的真实价值却显然达到了500万美元的许多倍C

43.收益基础比率(earningsbasis)一词与收益比率一词意义相同二不过，股息基础比率(dividendbasis)一词的意义不明确，‘亡有时被用以表示股息率，有时又指股息比率。

44.根据英国1929年(公司法》建议的程序，股息支付决策必须得到股东年会的批准，但是会议通过

的股息率不得高于董事们推荐的标准。抛开后一个限制条件不论，仅是股息政策专门提交给股东审议通过和批评这个事实，就是一个有关这个问题的有价值的提示机制，管理层因此而明确它的责任，企业所有者也因此醒悟自己的权利。尽管(公司法》不要求所有的公司采取这个程序，但是它在英国得到了普遍的遵循。参见英国1929年《公司法》第6一10部分;英国1929年《公司法》表格A,pan.89一93;<帕尔马的公司法》，第222-224页，第13版，1929年。

45.古罗马的一部神谕集。—译注

46.例如，美国罐头公司在1926年通过4拆1的拆股和发放50%的股票股息，以6股新股票替换了原来的1股老股票。老股票的股息率为每股$7，但新股票从一开始就享有每股$2的股息率，对老股票而言，这相当于每股$12的股息率。新股票的股息率在1929年提高到了$5。同样，国民饼干公司从1912年到1922年向股票支付的年股息是$7，尽管收益大大超过了这个数字。1922年公司以4换1的比例发行了用以换老股票的新股票，随后又分配了75%的股票股息，使得原来的1股老股票被分割成了7股。新股票的股息率从一开始就是$3，相当于老股票的每股$210

47.产生这种结果的例子有:城市服务公司，它在1925年3月1日和1932年6月1日之间按照6%现金股息

加6%股票股息的方式进行股息支付;罗巴克·西尔斯公司从1928年中期到1931年第一季度，支付着$2.50的现金股息加4%的股票股息(年率);奥伯恩汽车公司从1928年1月到1931年7月，支付着$1的现金股息加2%的股票股息(季度率).R.H.梅西公司在1928一1932年间，在不断增加现金股息的同时，支付的年股票股息为5%,

48城市服务公司从1929年7月1日到1932年6月1日;煤气和电气证券公司从1926到1931年。

49.罗巴克·西尔斯公司从1928年到1931年;奥伯恩汽车公司从1928年到1931年;联邦照明和公共运输公司从1925年到1932年。

50.美国供水和电气公司从1927年到1930年;美国煤气和电气公司从1914年到1932年，还兼有不定期的股票股息;美国能源和照明公司从1923年到1931年，兼有额外股票股息。51大陆罐头公司从1924年到1925年;R-H·梅西公司从1928年到1932年;特鲁斯肯钢铁公司从1926年到1931年;通用电气公司从1922年到1925年(以5%的特别股息的形式发放)。

52北美公司有着极佳的声誉，它制定这样的政策显然不是出于这种不可告人的目的。该公司在就有关股票股息支付的问题与股东沟通的过程中遇到了很大的障碍。不过矛盾的焦点在于收益再投资的利处，以及以发行额外的股票的方式来代表这些新

增资源是否恰当。这些股票的帐面价值和市场价值之间的背离以及可能因此而引起的错觉，却几乎没有在争论中涉及到。地位如此显赫的公司采取这种有争议的措施，这一点特别令人遗憾，因为它的做法是其他经营不够审慎的公司效仿和学习的榜样。

53.如果支付的是可转换优先股，那么价值高估的危险显然无法完全消除。例如，哥伦比亚煤气和电气公司在1932年以5%可转换优先股(平价$100)的形式，向普通股股东分配了$1.125的股息，这种优先股可以按照1转5的比例转换成普通股。1932年，该优先股的售价高达108,1933年更是达到138，这使得它所对应的股息额大大超过了这些年公司在普通股上的收益。54.有关宣布或提留股息权力所具有的一些有趣的法律上的特点，可参见A"A"伯利和G-C"米恩斯所著(现代公司和私有财产)一书，第260一263页，纽约，1932年。

- **第31章损益帐户分析**

在对普通股投资理论历史发展的讨论中，我们描述了一个从强调企业的净价值转向强调它的资本盈利能力的演变过程。尽管在这个过程的背后存在着合理的和让人不得不信服的原因，但不管怎么说，这种演变大大动摇了一度支撑着—或看似支撑着—投资分析的坚实基础，并给这种分析凭添了多重危险。当一位投资者采取一种非常类似于评价自有企业的态度来评价股票价值时，他所打交道的都是一些为个人的经验和成熟判断所熟知的概念。只要信息充分，他不大容易深陷迷途，只是在对未来盈利能力的判断方面可能会有一定的偏差。资产负债表和损益帐户之间的内在联系，为他提供了分析内在价值的双重核查手段，这和银行或贷款机构在放款之前所进行的对企业借款资格的评估程序是一样的。

片面强调盈利能力的弊端—随着股票价值越来越集中地决定于收益表现，自营企业和投资方针这两个概念之间出现了一道鸿沟。当企业家放下手中

自家企业的财务报告，拿起另一家大公司的财务报告时，他显然进入了一个新的、完全不同的价值世界。因为他肯定不会仅仅根据近期的经营业绩来评估自有企业，而无视企业的财务资源状况。但是当企业家处于投资者或投机者的地位时，他却做到了面对公司的资产负债表而无动于衷，从几个不同的方面来看，这种做法都使得他将自己置于非常不利的境地:第一，他耳闻目睹的是一系列和他的日常经营活动毫无联系的新概念。第二，他不是采用由收益和资产因素共同提供的双重价值检验，而是完全依赖其中一个检验，因而评判标准是不可靠的。第三，他情有独钟的这些收益报表变化的速度和剧烈程度都超过了资产负债表，因此一种夸大了的不稳定性被引人了他的股票价值概念当中。第四，有经验的投资者通过仔细分析可以发现，对比资产负债表而言，收益报表采用具有误导性的报告形式或从中得出错误结论的可能性要大得多。

片面依赖收益表现的危险—在开始对收益报表进行分析之前，我们必须强调说明，在分析投资价值问题时，完全专注于这个(收益)因素而不考虑其他是危险的。在正确地认识到资产因素的巨大局限性的前提下，我们仍必须承认，一家公司的资源还是具有一定意义的，因此应该得到关注。正如后文所述，除非借助考察期初和期末的资产负债表数

据，不然难以准确地理解任何收益报表的含义，因此资源因素是不容忽略的。

华尔街评价普通股方法的简化—从另一个角度考察这个问题，可以这么说，华尔街评价普通股的方法已经简化到了下面这样一个标准公式:

1.确定股票的收益。(这常常是指最近一份财务报告中的每股收益数据。)

2.将这些每股收益与一个合适的“质量系数(coefficientofquality)”相乘，这个系数反映了:

a.股息率和股息记录。

b.公司的地位—它的规模、声誉、财务状况和前景。

c.企业的性质(例如，计算一家电力照明公司价值的收益乘数要大于一家烤制公司。)

d.市场总体的趋势。(在牛市条件下使用的乘数要大于熊市。)

上述过程可以总结为以下公式:

价格=每股收益x质量系数，

采用这种评价程序的结果是，在大多数情况下，“每股收益”在判定价值方面所获得的权重，和其他所有因素所具有的加总权重相等。认识到下面的事实就可以理解这个关系的正确性:“质量系数”本身主要决定于“收益趋势”，而后者所根据的又是一段时期内的报告收益。

收益不仅是波动的，而且是任意决定的—然而，价值估计完全赖以形成的这些每股收益指标，不仅波动频繁，而且在很大程度上还受到人为因素随心所欲的炮制和操纵。只要看看我们总结如下的种种合法或不合法的方法—它们可以根据控制者的选择使每股收益看起来更大或更小—这个问题就昭然若揭了。

1.将某些项目计入盈余，而不是收入，或相反。

2.虚报或少报摊销额和其他储备费用。

3.改变资本结构，在高级证券和普通股之间进行调整。(这种决策由管理者作出，股东的批准只是走过场。)

4.对未作企业经营之用的大量资本金做文章。

这些问题对分析家意味着什么—这些错综复杂的公司会计方法和财务政策，无疑为证券分析家的活动开辟了广阔的天地。敏锐的探究工作具有无限的机会，包括周密的比较、发现并揭露与公布的“每股收益”所反映的情况大相径庭的内幕。

不能否认这种工作是极具价值的。在很多时候，它可以得出有关市场价值过分背离了内在或相对价值的令人信服的结论，从而引导人们在这个理性的基础上开展利润丰厚的行动。但是我们有必要提醒分析家，不要对自己的发现的实际功用过于自信。了解实情总是一件好事，但据此行事未必总是

明智之举，在华尔街尤其是这样。除此之外还要牢记一点，分析家发现的真相既不是全部真相，也不是一种一成不变的真相。他研究的结果不过是有关过去事件的更接近于正确的形式。当他获得它时，他的信息可能已经失去了现实价值，或正当市场就要作出反应之时。

但是，即便充分考虑到这许多的陷阱，毋庸多言，证券分析仍必须对公司的损益帐户作出深入透彻的分析。将这种研究分为以下三方面的内容，将有助于展开分析:

1.会计方面。

关键问题:考察期的真实收益是多少?

2.经营方面。

关键问题:存在于收益记录中的反映公司未来盈利能力的线索有哪些?

3.投资金融方面。

关键问题:收益表现中的哪些因素值得考虑，以及在力图获得对股票的合理评价时，应遵循什么标准?

对损益帐户的批评和再说明

一张以任何真诚的态度通报信息的收益报表，必须至少能够对当年的经营结果提供一个公正和不被歪曲的描述。对于公众公司来说，直接谎报数据的做法是不多见的。1932年被暴光的伊瓦尔·克罗伊

格公司欺诈事件具有直接谎报的特征;但这一事件的恶劣性和欺骗性程度之高都是绝无仅有的。大多数重要公司的报表都受到独立注册会计师的审计，他们的验证报告控制在相当有限的会计准确性范围内，因此基本上是可靠的。但是从普通股分析的角度看，这些经过审计的报表可能需要一些关键的解释和调整处理，其中三个重要的因素更是如此:

1.偶生利润和亏损。

2.子公司或附属公司的经营。

3.储备。

损益帐户一览—在处理偶生项目方面，会计程序为管理者提供了很大的灵活性。过去的交易不应计人当期收益，而应作为费用或贷项计人盈余帐户，这是一个标准和适当的原则。然而，存在着很多从技术上可被视为当年经营结果一部分、却明显具有意外和非经常性质的分录项目。对于这些项目，会计原则允许管理者选择，或者将它们表现为收益的一部分，或者将它们报告为对盈余的调整。下面列出了一些这类项目的例子:

1.出售固定资产的利润或亏损。

2.出售可转让证券的利润或亏损。

3.清偿资本债务的折价或溢价。

4.人寿保险的保单收入。

5.退税及其利息。

6.来自于诉讼的损益。

7.存货的非常减计。

8.应收帐款的非常减计。

9.保有非营业性财产的成本。

对于诸如上列的项目，各个公司在财务处理上有很大的区别。对每个项目都可以列举出计人或不计人损益帐户的例子。对于其中一些项目，何种会计程序更为适当是一个颇受争议的问题;但是就分析家而言，出于他的分析目标的要求，所有这些项目应该和这一年的正常经营结果区分开来。因为投资者从年度报告中主要想了解的是，在给定的一组条件下的预示的盈利能力(in(beatedearn-ingpower)，即，如果在考察期占主导地位的商业条件继续保持不变的话，该公司年复一年的预期收益是多大。

分析家还必须认真调整报告收益，使其尽可能准确地反映公司得自受控制公司或附属公司的利益。大部分公司编制有合并报表，在这种情况下这类调整就没有必要了。但是经常出现的一个问题是，一些公司的报表不甚完整或具有误导性，原因是:0)它们没有反映重要子公司的任何损益状况;或(2)作为收益编人报表的来自子公司的股息远远高于或低于被控制企业的当期收益。

分析家必须格外关注的损益帐户中的第三个方面问题是折旧和其他摊销项目的储备，以及未来亏

损和其他意外支出的储备。这些储备在很大程度上由管理者任意确定，因此它们很容易受到高估或低估，在这种情况下，报告收益的最后数据相应地被歪曲。至于摊销费用，存在着另一个更微妙的因素—有时这个因素会变得相当重要—这就是，管理者根据财产的帐面成本计算的对收益的扣减额，可能难以恰当地反映单个投资者应从自己在企业的资本投人中冲减掉的摊销额。

偶生项目:出售固定资产的利润或亏损—我们需要就对外报告的损益帐户的3种调整形式，进行更详细的讨论，首先从偶生项目开始。出售固定资产的利润或亏损毫无疑问属于这个大类;为了在当前商业条件持续存在的假设前提下把握“预示的盈利能力”的大小，它们不应该被计人当年经营结果。法定会计准则推荐，将出售资本性资产的利润表现为盈余帐户的一个贷项。不过在很多情况下，公司将这种利润报告成当期净收益的一部分，使这一时期的收益表现失真。

例:采用这种做法的一个令人吃惊的例子是曼哈顿供电公司1926年的报告。该报告显示的收益为$882000，或每股$10.25,这可以被认为是一个相当出色的表现。但是当公司随后申请将追加发行的股票在纽约股票交易所上市时，人们可能发现，在这$882000的报告收益中，不少于$586700是通过出售

公司的电池商店而获得的。因此通过经营而获得的收益只有$295300，或每股大约$3.40。将这种特别利润计入收益的做法特别应该受到批评，因为就在同一年，公司将高达$544000的非常亏损冲抵了盈余。显然特别亏损和特别利润属于同一类别，这两个项目应该用同一种方法处理。将其中一个项目计人收益的同时，将另一个项目计入盈余，这是极端具有误导性的做法。更不光彩的是，在损益帐户本身或在年度报告中附在损益帐户之后的附注说明中，都没有明确提到有关电池商店出售的利润问题。“

1931年，美国钢铁公司公布了大约$19300000的“特别收

益”，其中的大部分来源于“出售固定资产的利润”—听说是位于印地安那州加里地区的某个控股公司。这个项目被计人了当年收益，结果使最后的“净收益”高达$13000000。但是由于这个贷项明显具有非经常的性质，分析家在考察1931年经营结果时必须将这个项目扣除，经调整之后，在优先股股息分配之前公司就已有$6300000的亏损。美国钢铁公司在1931年的会计方法有异于它前几年所实行的政策，这一点从此前3年中公司对大量所得税退还收入的处理上可见一斑。这些收入没有被报告成当期收益，而是直接贷计了盈余。

出售可转让证券的利润—工商业公司从出售可

转让证券中获得的利润同样具有特殊的性质，因此必须从正常营业结果中分离出来。

例:国民运输公司曾经是标准石油公司的一个子公司，由于将来源于这个途径的利润包括在损益帐户中，该公司1928年的财务报告表现出一种失真的效果。向股东传递信息的方法也同样应该受到严厉的批评。1927和1928年的合并损益帐户大概的内容如下:

| |
|---|
| 项目 |
| 营业收入 |
| 股息、利息和杂项收入 |
| 总收入 |
| “营业费用，包括折旧和损益帐户直接项目”(1928年的数据“包括出售证券所得利润”) |
| 净收益 |
| (每股收益) |

每股收益的增长看似非常显著。但是只要对母公司提交给州际商业委员会的个别报表的具体数据作一研究就可以发现，1928年收益中的$560000来自于出售证券所获利润。这几乎正好等于合并净收益较上一年的增长额。一方面允许所得税和其他抵消

项目冲抵这些特别利润，但另一方面又允许来自于制造业子公司出售证券所得的其他或有利润计人收益中，这样看来，1928年所有的或几乎所有的收益的表面增长是由非营业项目造成的。这种利得必须明确地从比较或计算盈利能力的过程中剔除。国民运输公司所采用的报表形式中，这种利润被用于抵减营业费用，真是荒谬之极。

纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司在1929年通过一家子公司出售了它所持有的配雷·马凯特公司的股票，这笔交易后来促成了一种更为特殊的簿记处理方式。我们将结合我们对涉及非合并子公司项目的讨论来描述这些交易。在1931年，F-W·伍尔沃思公司将其出售英国子公司部分权益所得的将近$10000000利润计人了损益帐户。这种做法使每股收益显得比过去任何一年都大，而实际情况是该公司的收益正在走下坡路。令人吃惊的是，该公司在同一年将高达$2000000的附加税冲抵了盈余，而这些税看来和被计人收益的特别利润密切相关。

证券市场价值的减少应该和出售这些证券的亏损一样，被视为一种偶生项目，外汇价值的贬跌也是一样。有时，公司会采用冲抵盈余的方式减计这些资产。通用汽车公司1931年的财务报告同时包括了这两类调整，总计$20575000被作为扣减从收益中扣除，但是谨慎地说明它们是“非常和偶生亏损”。

投资信托公司报告可转让证券的出售所使用的方法—在处理由于出售证券或证券价值变化而带来的利润或亏损方面，投资信托公司的报表存在着特殊的问题。1930年以前，大多数这类公司将出售证券所获利润作为经常收入(regularincome)的一部分对外公布;而将未出售证券的增值以资产负债表的备忘录或脚注的形式反映。但是在1930年以及之后几年中出现了大量亏损的情况下，这些项目大多不再反映在损益帐户中，而是被冲抵资本、盈余、或储备。大多数公司仍将未实现的贬值记录在资产负债表的

附注说明中，这使证券得以继续按照原始成本记录在帐上。只有少数投资信托公司通过冲抵资本或盈余的方式，降低它们所持有的证券组合的帐面价值并向市场公布。

可以这么说，由于证券交易是投资信托业务的一个必要组成

部分，因此出售证券的结果，甚至证券组合价值的变化都应该作为经常的、而不是非常的因素反映在年度报告中。显然，只研究扣除费用之后的利息和股息收入是没有什么价值的。如果想从对投资信托企业业绩的分析中获得任何有用的结果的话，这种分析必须明确地以3个项目为基础:投资收益、出售证券的利润或亏损，以及市场价值的变化。但

是读者必须牢记心中的一个事实是，不论证券分析的方法多么高明，它所面对的市场条件是最具有决定作用的因素。对1928到1933年这段奇异的时期中投资信托公司报告的任何研究，都不可能预期这些企业的未来业绩。这类研究的价值仅限于在一家公司和另一家公司之间进行某些比较，即便如此，要想有把握地区分出色的管理和市场猜测的运气也是困难的。

银行和保险公司的类似问题—分析保险公司和银行公布的业绩结果时，也存在着同样的问题。公众对保险公司证券的兴趣大都集中于火灾保险公司的股票。这些企业是保险公司和投资信托公司的结合体。它们的资本金，加上可观的预付保费收入，都可以用作投资。总的说来，就投资而言，这些资金中只有一小部分受到法律的限制，而其他部分运用的方式和投资信托公司运用资金的方式是一样的。这类承保业务很少具有高利润，但是公司却不经常表现出亏损，因为利息和股息收入抵消了这类亏损中的一部分。来源于证券经营的利润或亏损，包括证券市场价值的变化，在公众对火灾保险公司股票的态度方面起着决定性的影响。对银行股票而言，这个因素的决定性没有这么明显，不过也起着重要作用。20年代后期，市场对这些证券大规模的过度投机，主要是由于银行直接地或通过附属公司

在证券市场上获得了巨大利润所刺激推动的。

由于金融机构—如投资信托、银行和保险公司—…的经营状况必然受到证券价值变化的影响，这使得它们的股票成为一种危险的为广大公众所交易的媒介。由于对这些企业来讲，证券价值的增值部分以当年利润一部分的面目出现，因此这些在好年景下获得的利得将不可避免地被视为“盈利能力”的一部分，并以此为据评判股票的价值。其结果必然是荒唐的价值高估，以及随之而来的崩溃和相应的价格超贬。这种剧烈的波动对金融机构来讲特别有害，因为它们可能会影响到公众的信心。另一个同样有害的情况是，对银行和保险公司股票的猖獗投机(被称为“投资”)，使得大量这类新企业仓促草率开张，旧企业则盲目扩张，谨慎乃至诚信等既定标准纷纷遭到背弃。

当证券分析家在发挥其投资顾问的功能时，应尽量劝说普通的小投资者避免购买银行和保险公司的股票。在20年代的大繁荣之前，这些证券几乎都被那些具有老到经验和成熟判断的人或指挥着这种人的人所持有。这些素质对于避免这个领域中的特殊危险—价值判断失误—由于忽视公司报告收益对证券价格波动的依赖性而出现对公司价值的错误判断—是必须的。

如此看来，投资信托公司的发展存在着一个矛

盾。在具有必要的管理技能的前提下，这些组织可以被认为是小投资者托付资金的可靠对象。但是投资信托公司股票本身，作为一种可转让证券，对于小投资者来说则是一种危险的和不易驾御的工具。显然，只有通过就如何解释投资信托公司的财务报告的问题，教育或及时警告提醒普通公众，才可能解决这个麻烦的问题。但是这些做法不会有太大的成效。

折价购回(repurchase)高级证券所获利润—有时，公司通过以低于平价的价格购回自己的高级证券，可以获得很高的利润。将这种利润计人当期收益无疑是一种容易让人误解的做法，原因在于:第一，它们显然是非经常性的利润;第二，它们最多只能算是一种可疑的利润，因为它们的获得是以本公司证券持有人的利益为代价的。

例:犹他证券公司早在1915年的所作所为提供了这种会计处理方法的一个特别例子，该公司是犹他能源和照明公司的控股公司。下列的损益帐户说明了这种方法:

截止到1915年3月31日的会计年度

犹他证券公司收益，包括应计人的子公司盈余……………$771299

费用和税额……………………………………………30288

净收益……………………………………

$741011

清偿利息率6%短期债券所获利润

……………………1309657

属于犹他证券公司的所有收益

……………………$2050668

扣减利息率6%短期债券的利息

……………………1063009

该年净收益总计……………………

$987659

以上损益帐户显示，犹他证券公司的主要“收益”来源于以折价购回本公司债务的操作。如果没有这个非常项目，公司的收益连利息费用都满足不了。

以大幅折价购回高级证券的普遍做法，成为1931—1933年萧条时期的一个突出特征。这种做法得以广泛采用的原因是，很多企业在充足的现金头寸和微薄的收益之间存在着很不相称的反差。由于后一个因素的影响，高级证券的售价很低;而由于前一个因素，发行证券的公司能够大量地购回这些证券。这个现象在投资信托业最为明显。

例:美国国际证券公司作为一个突出的例子，在截止到1932年11月30日的财务年度中，购回了不少于$12684000的利息率5%的本公司债券，这个数额接近该债券的一半。所支付的平均价格大约为55，

通过这个操作所获得的利润在$6000000左右，该利润被用于抵消公司投资证券组合的价值缩水。

当高级证券被以高于票面或设定价值的价格偿还时，结果将J洽恰相反。如果这种溢价数额巨大，它总是被冲抵盈余，而不会被冲抵当期收益。

例:这种做法的一个典型例子是美国钢铁公司，它在1929年将$40600000冲抵了盈余，与此对应的是公司以110的价格清偿I了总额达郭307000000的本公司及其子公司的债券;同样，固特异轮胎和橡胶公司在1927年将$9600000冲抵了盈余，原因是该公司以溢价清偿了各种债券和优先股，代之以利息率和股息率较低的新证券。从分析家的角度看，通过这种涉及到公司自己的证券的特别交易所获得的利润或支付的费用，都应视为一种偶生项目，

并从经营结果中剔除。

一个综合的例子—美国机械和金属公司(是本章前文所提及的曼哈顿供电公司的承继公司)将以折价购回本公司债券所实现的利润，计人了1932年的当期收益。由于1931和1932年的报告典型地反映了很多公司在会计方法上的任意性，因此我们在下面完整复制了该公司损益帐户以及附加的资本和盈余帐户调整。

1931和1932年美国机械和金属公司报告

| 项目 |
| --- |

| |
|---|
| 损益帐户： |
| 折旧和利息前净收益 |
| 加上债券购同所获利润 |
| 利润，包括债券购凹 |
| 折旧 |
| 债券利息 |
| 最终净利润或亏损 |
| 对资本、资本盈余和收益盈余的冲抵： |
| 递延搬迁费用和矽山开发 |
| 亏损储备； |
| 有问题债券及其利息和要求权 |
| 存货 |
| 投资 |
| 子公司清算 |
| 矿储耗损 |
| 固定资产减计(净额) |
| 矿储和开采权价值的降低联邦所得税退还，等 |
| 末显示在损益帐户中的总费用<br>损益帐户显示的结果追加出售股票所得 |
| 资本和盈余的合计变化 |

在1932年的数据中，我们又一次发现了将非常利润计入收益的同时，将特别亏损冲抵盈余这种极不恰当的做法。虽然在后一年，特别利润—以低于平价的价格购回债券所得—的性质在报告中得到了说明，但这和前一种做法并没有太大分别。大部分股东和股票购买者的注意力仅仅集中在公司所提供的每股收益的最后数字上，他们不会去仔细探究这些数字计算的方法。该公司1932年某些费用对盈余的的冲抵具有特别的意义，我们将在适当的论题下讨论这个问题。

其他偶生项目—其他类型的偶生利润项目没有太大的重要性，因此没有必要详细讨论。在大多数情况下，不论将它们作为当年收益，或将它们贷计盈余的适当项目，区别都不大。例:布罗格·华纳公司将出售人寿保单所得的总计$443330的收入计入了1931年的损益帐户。(相反的例子是，艾尔弗雷德·德克尔和科恩公司在1930年也获得了总计$442289的类似收入，但在处理上却更合理地将其直接贷计了盈余中的“特别收入”科目。)本迪克斯飞机制造公司1929年报告收益中总计孚901282的部分，来自一桩专利诉讼案的判决所获收入;在1931年，该公司再次将通过诉讼收回的总计$242656的使用费计人了当期收益。海湾石油公司1932年的收益中还包括了代表石油价值的大约为$5512000，这些石油是通过打官

司而得到的。由于这些被指明为偶生项目的收入，公司的业绩由高达$2768000的亏损变为总计$2743000的利润。尽管退税通常仅仅表现为贷计盈余，但是这些退还税款的累积利息有时却以损益帐户一部分的形式出现，例如，尼莫尔斯公司在1926年用这个形式将$2000000利息报告成了收益，美国钢铁公司1930年的收益中包括了未作说明，但金额显然比前者。

- **第32章非常亏损和报益帐户中的其他特别项目**

在分析损益帐户时，偶生亏损的问题可能会带来一些特殊的困难。在何种程度上，存货和应收帐款的减计金额应被视作不宜冲抵当年经营结果的非常亏损?在灾难性的1932年，几乎每家企业都进行了这种注销(charge—offs)处理。对此所采用的会计方法差别很大，不过大部分公司都尽可能地避免累及损益帐户，而是将这些亏损从盈余中减除。这样做合适吗?

分析家在研究象1932年这样的年份时，只能报着总体把握的态度，而不能一味地追求精确。确实，很多企业为了避免收益表现太过难看而采取的种种措施，使得盈余帐户有时被很不恰当地利用。但是就一般情况而言，任何为了精确恢复某年经营结果的本来面目而作出的努力，似乎都是徒劳无益的。这是因为，当时的商业条件极端反常，这种条件本

身就可以被认为是偶生的，精确地了解区别于非常亏损的经营亏损额没有坏处，但意义不大。将这样一个数字作为预示未来业绩的根据没有什么价值;而且将它作为长期平均指标的计算基数之一是否特别有益都成问题。1932年多数财务报告的真正价值存在于资产负债表中，特别值得注意的是营运资金的保持和遭受损害的程度，以及大幅减计固定资产所带来的某些矛盾的效应。这两个因素我们将在以后的章节中考察。

炮制的收益—考察一下美国机械和金属公司在1932年冲抵盈余的巨额费用(细节见397页??)可以发现，这一年设置的过度的亏损储备，可能意在给未来的损益帐户带来好处。如果应收帐款和存货在1932年12月31日被减计到一个过分低的数字，这个假造的低"成本价格"将相应地造成随后几年利润的虚增。通过以下几个假设的数字可以清楚地说明这个问题:假设1932年12月31日存货和应收帐款的公平价值为$2000000

假设根据这种公平价值1933年的利润为……………………………………200000

但是假设，通过对盈余进行特殊的过度冲抵，存货和应收帐款被减计至……………$1600000

由此实现的金额将对应着1933年的较高利润，这可能意味着1933年的报告收益为………600000

这将是恰当数字的3倍。

上例说明了一整套也许是最为恶劣的窜改帐目程序。它们包括，简单地说，从盈余(甚至是资本)中计提资金，然后将等量的金额作为收益对外报告。盈余支出不为人们所注意，但收益的增加对公司证券的市场价格却有着决定性的影响。我们将在后文中指出，“谨慎地”减计财产帐户也可以带来完全相同的效果，因为这种做法降低了折旧费用，因此可以提高表面收益。由于公众对这类会计方法不甚了了，甚至连分析专家也很难察觉，法律部门和股票

交易机构对此也无可奈何，因此它们具有特别严重的内在危害性。

在将普通股价值建立在公司报告的每股收益基础之上的情况下，公司管理者通过随心所欲的和不正当的方法控制公司股票价格水平可以说是易如反掌。尽管我们可以肯定绝大多数管理者是诚实的，但是疏松的和“别有用心”的会计方法是一种传染性很强的通病也是不可否认的。

存货的亏损—如果不是处于非常特别的商业环境下，在将存货减计至市场价值时，公认的正确处理方法是冲减当年收益而不是盈余。当一家公司在这方面违背了常规做法时，分析家必须认真对待这个问题，在将这家公司的公布收益和其他公司比较

时特别应该注意这一点。一个能够很好地说明这个问题的例子是美国橡胶公司和固特异轮胎和橡胶公司所提交的1925—1927年财务报告的对比，在这几年中，橡胶的价格波动非常剧烈。

在这3年中，固特异公司总计冲减了$11500000的收益，作为缓冲原材料价格下跌的储备。这些储备中的一半被真实亏损吸收，另一半被结转至1928年(并在1930年被用尽)。

美国橡胶公司在这一时期因为提取存货储备和减计存货价值而冲减了$20446000的收益，所有这些都被发生的真实亏损所吸收。但是在提交给股东的年度报表中，这些扣减项目没有包括在收益中，而是以盈余特别调整的形式出现。(更有甚者，在1927年，$8910000的存货亏损明显是用$8000000转自天然橡胶制造子公司的往年收益冲抵的。)

这些存在于年度收益报告基础方面的差别，致使统计手册所汇编的两家公司的每股收益数据显示出具有根本误导性的对比结果。以下每股收益数据摘自1928年《普尔手册》:

| 年份 | 美国橡胶公司 | 固特异公 |
|---|---|---|
| 1925 | $14.92 | $9.45 |
| 1926 | 10.54 | 3.79 |
| 1927 | 1.26 | 9．02 |
| 3年平均 | $8.91 | $7.42 |

为了比较的公平起见，对报表的考察显然必须基于相同或尽可能相同的基础之上。这种比较有3种可能的方法，即:

1‘像美国橡胶公司报告那样，即，将存货储备和亏损排除在当期损益帐户之外。

2.像固特异公司报告那样，即，通过设置一个对未来损失的储备，在天然像胶价格高的时期减少收益，并在价格下跌时用储备抵补损失。

3.取消这种管理者可以任意熨平收益的储备。在这个基础上，存货亏损将从实际发生的当年的收益中扣除。(标准统计公司对固特异公司的分析，包括了一个根据这种方法修正报告收益所得出的数据。)

这样，我们得到了3个有关这一时期的可用于比较的每股收益报表:

| 年份 | 1．不计存货调整 | | 2．进行 两家公 |
|---|---|---|---|
| | 美国橡胶 | 固特异 | 美国橡 |
| 1925 | $14.92 | $1.848 | $11.21 |
| 1926 | 10.54 | 3.79 | 0.00 |
| 1927 | 1.26* | 13.24 | -9.73* |
| 3年平均 | $8.91 | $12.17 | $0.49 |

*刨除了美国橡胶种植园公司转自1926年以前的利润。

从这一时期这两支普通股的市场价格范围可以看出，美国橡胶公司所使用的会计方法相当有效地掩盖了这些年平庸的经营业绩。

| 年份 | 美国橡胶公司普通股 | |
|---|---|---|
| | 最高价 | 最低价 |
| 1925 | 97 | 33 |
| 1926 | 88 | 50 |
| 1927 | 57 | 37 |
| 最高价和最低价平均 | 62 | |

闲置厂房费用—非经营性财产的养护成本几乎总是被冲减收益。在1932年的很多报表中，计人这个科目的扣减数额庞大。

例:扬斯敦薄板和钢管公司有$2759000的费用是以"维护费用，厂房、矿区和其他闲置财产的保险和税款"的名目报告的。斯图尔特·华纳公司在1932年通过采取冲减盈余而非收益的特殊政策，处理了$309000的"未用于当年生产的厂房设施折旧。"

分析家对闲置厂房费用的归类应该不同于冲减

收益的普通费用。至少从理论上讲，这种费用具有暂时的性质，因此属于偶生类项目。很显然，企业管理者可以在任何时候，通过处理或放弃这种财产来停止这些亏损。因为当公司决定花钱继续保有这些资产的时候，它一定预期到这些资产的未来价值能够补偿当前的费用支出，因此将这些资产等同于长期债务—例如，当成一种长期拖累公司盈利能力的负担，它使得股票价格大大低于不存在这些“资产”情况下的水平—是不恰当的。

例:这个观点的实际意义可以通过纽约运输公司的例子加以说明，该公司经营石油的管道输送业务。1926年，受到新竞争环境的影响，公司的主管线失去了原有的全部业务，从而成为一种“闲置厂房”。这些财产的折旧、税收和其他费用的负担非常沉重，以至于抵消了公司其他盈利性资产(包括一条小型输油管线和优质债券投资)的收益。这种情况造成了表面的净亏损，股息也被暂停分配。股票价格因此下跌到了比公司保有的现金和可转让证券两项价值还要低得多的水平。从股票市场这种武断的评价来看，闲置资产显然被视同于沉重的长期债务。

然而在1928年，董事们决定结束支付庞大的置存费用的局面，随即将不再使用的输油管线卖了个好价钱。这之后，股东们获得了每股$72特别现金股息

分配(接近1926和1927年平均市场价格的两倍)，同时还保持着对一个继续定期发放股息的赢利性企业的所有权。即使从闲置财产的出售中没有获得收入，将这些财产简单地放弃掉也会导致股票价值的大幅度上升。

这个例子令人信服地—尽管可能有些极端—说明了证券分析在探察内在价值和市场价值的背离方面的实际功用。这项功用通常被推崇为一种“市场地位的冷酷判决”，听起来似乎肯定包括了明察秋毫的判断、无所不知的本领和料事如神的睿智。但是经常发生的情况是，这种评价形成的基础却是骚动的心理、谬误的推理以及对残缺信息所进行的最为草率的查验。就分析家而言，他经常无法运用自己的技能有效地纠正或规避普遍的错误，原因是周围环境的变化过快，以至于他得出结论的速度总是落后于稍纵即逝的利润出没的节奏。但是在一些特别的情况下，正如我们最后一个例子说明的那样，事实和逻辑关系全都洞若观火，他可以对自己的分析所具有的实际价值满怀充分的自信。

递延费用—一家企业有时必须支付某些费用，它们的(受益期)被认为延续到未来的若干年，而不仅仅是费用支出当年的短短12个月。属于这一类的科目包括以下一些:

开办费(法律费用等)

搬迁费

开发费用(新产品或新工艺流程的开发;也包括矿山开发等)

发售债务的折价

在法定的会计方法下，这些成本可以分散到一个包括若干年的适当时期内进行摊销。相应的摊销金额作为递延费用列人资产负债表，并通过每年对收益的抵减而被冲销。对于债券的折价，摊销的时期规定为债券的存续期;矿山开发费用也类似地根据采掘的吨数成比例地摊销。其他多数项目的递延年数可以任意规定，一般都是S年。

为了避免这些年扣减项目对报告收益的影响，通过一次性抵减盈余来冲销这种“应由未来年份承担的费用”已经成为一种普遍的做法。从理论_L讲，这种做法是不正确的，因为它使得随后几年的营业费用被低估，从而夸大了这些时期的净利润。举例来说，如果公司预付一了10年的董事长工资，并将这整笔费用支出作为“特别费用”冲抵盈余，那么很显然，今后一个时期的利润将因此而被夸大。还有一个危险是，具有重复出现性质的费用—例如，广告活动，或开发新型汽车的成本—可能会被规定为一种递延费用并将它们冲抵盈余，从而被遗漏在损益帐户之外。

一般这类会计事项的数额不会很大，因此分析

家没有必要花费太大的精力分析这类问题。证券分析是一项极端注重实效的活动，决不能在一些不可能影响最终判断的问题上驻步流连。不过在某些时候，这些项目还是具有分析价值的。

例:以克拉夫特乳酪公司为例，在1927年之前的一些年里，该公司将广告支出中的很大部分作为递延费用处理，准备在未来年份的经营成果中摊销。1926年，公司花费了大约$1000000作广告宣传之用，仅将其中的一半冲抵了当期收益。但是在同一年，这部分支出的未冲销部分却被用于冲减盈余，更有甚者，另有大约$480000作为递延费用从过去几年的帐目中结转的余额，也通过冲减盈余被一笔勾销。由于采用了这种处理，公司向股东报告的1926年收益总计达到$1071000。但是在第二年，当公司的增发的股票申请上市时，发现向纽约股票交易所报告公司收益的会计方法还是规范一些为妙，所以，公司又将1926年的利润从原先的81071000重新更正为$4612960

国际电话和电报公司1932年的报告中显示了各种各样的冲减盈余的项目，总额达到$35817000，其中包括“对某些原先根据公认会计原则设置的、拟在几年中摊销，而现在已无有形价值的递延费用的冲销，共计$46556960"

赫德森轿车公司将1930-1931年发生的以下项目

(以及其他

一些项目)冲减了盈余，而不是收益:

1930年由于开发新型汽车而对工具和材料

进行的特别调整……………………………$2266000

1931年特殊工具储备……………………………2000000

厂房设备的重新安排……………………………633000

特别广告……………………………………1400000

1933年，金尘公司从盈余中提取了$2000000作为“引进和开发新产品的净成本”的储备。这其中的大约三分之一在1933年被消耗，余额被结转至1934年。

这些会计方法的效果是，很多公司的报告收益逃脱了本应冲减当期收益的费用的影响，这些费用在任何情况下都应该在包括若干年的短期内分批冲减收益。

债券折价的摊销—公司发行债券的价格，常常使公司的此项收入低于债券的平价价值。折价损失是融资成本的一部分，也就是利息负担的一部分，因此必须通过每年对收益的冲减，在债券的存续期中，与宣告的利息支付一起，逐步摊销这些损失。过去，为一l在资产负债表的资产一方不显示这样一个无形项目，通过一次性地冲减盈余来冲销这种债券折价被认为是一种“谨慎的”方法但是最近以来，冲减盈余的做法由于相反的原因变得十分普遍，这

个原因是，避免未来每年对收益的扣减，从而使股票更“有价值”。

例:联合煤气和电气公司在1932年出于冲销“债务折价和费用”的目的，冲减了总计$5892001〕的盈余。[3]

- **第33章报益帐户中的误导性伎俩，子公司收益**

恶劣的虚报损益帐户的例子—在一些比较罕见的情况下，管理者会通过在损益帐户中添加一些不存在的项目以虚报公司的收益。迄今为止我们所知道采取这种伎俩的最为臭名昭著的例子，或许是帕克和蒂尔福德公司1929一1930年财务报告的内容，这家企业的股票在纽约股票交易所上市。这两年公司报告的净收益如下:

1929——$1001130=每股$4.72

1930——$124563=每股$0.57

检查一下资产负债表，我们可以发现，在这两年中，商誉和商标项目先从$1000000增计(writeup)至亦1600000，后再一次增计至$2000000，这些增加是从这一时期的费用中演绎出来的。研究一下下表所列的3个不同日期的简化的资产负债表，可以清楚地发现该公司簿记方法的独特之处。

这些数字说明，净流动资产在巧个月内减少了$1600000,或者说减少的金额比现金股息支付额还要多$1000000。这种锐减被商誉和商标项目增计的$1000000所掩盖。在年度报告中，股东没有得到任何有关这些令人吃惊的事项的说明，在随后向纽约股票交易所提交的上市申请中也没有这些内容。不过，在回答

表33—1帕克和蒂尔福德公司

| | | |
|---|---|---|
| 资产负债表 | | |
| 固定资产<br>递延费用<br>商誉和商标<br>流动资产净额<br>普通债券和抵押债券<br>资本和盈余 | | |
| 总计 | | |
| 调整的收益 | 1929年前9个月 | |
| 报告的股票收益<br>支付的现金股息<br>冲抵盈余的费用 | $929000<br>463000 | |
| 资本和盈余的增加<br>修正后的股票收益 | 466000<br>929000 | |

| (不包括无形资产的增加并减去冲抵盈余的费用) | | |
|---|---|---|

个别询问时，公司解释说，商誉和商标的增值部分代表了为了发展丁特克斯公司—一家子公司—的业务而支出的广告和其他促销活动的费用。4

在任何合理的会计准则下，将现期发生的广告费用计入商誉帐.户都是不允许的。不仅这样做，而且还不向股东通报实情，这就显得更卑劣了。除此之外，帕克和蒂尔福德公司在1929年9月30日至12月31日之间的短短3个月内，竟能为广告和其他促销活动花费$600000，这是难以令人置信的。因此这笔帐似乎包括了将一个前期费用支出再贷计(recredit)到当期收益中去的处理，因此1929年第四季度的收益将是极度失真的。不用说，这家企业的年度报表未附有会计师的验证报告。”

对公布的收益报告可信度的检验—帕克和蒂尔福德公司案例证明了将损益帐户分析和对附属的资产负债表的核查结合起来的必要性。它同时还提示人们通过应付的联邦所得税税额来进一步查验对外公布的收益报告的可信度。由于在1921年废除了超额利润税，这之后的公司所得税按以下税率征收:

| 年份 | 税率% | 年份 |
|---|---|---|
| 1922 | 12.5 | 1928 |
| 1923 | 12.5 | 1929 |

| | | |
|---|---|---|
| 1924 | 12.5 | 1930 |
| 1925 | 13 | 1931 |
| 1926 | 13.5 | 1932 |
| 1927 | 13.5 | 1933 |

*对合并收益的税率为14.5%。

如果公司公布了某一年的应缴联邦税额，那么就能够方便地计算出作为这一税额之基础的收益，并将这个应税利润和向股东报告的收益进行比较。这两者之间肯定存在差异，主要原因是，联邦、州和市政债券的利息和国内公司的股息不属于应税所得，而它们显然属于向股东报告的净收益。但是如果进行了已知的必要调整之后，应税所得和报告收益之间仍然存在着巨大的差异，那么分析家就有理由怀疑后者的可信度，并在公司方面寻找答案。

从这个角度分析，帕克和蒂尔福德公司的数字表现出发人深思的结果:

| 时期 | 应缴联邦所得税 | |
|---|---|---|
| 1975年12月之前的5个月 | $36881 | |
| 1926 | 66624 | |
| 1927 | 51319 | |
| 1928 | 79852 | |

| | |
|---|---|
| 1929 | 81623 |

应税所得和报告收益在前面的时期比较接近，这使得后几个时期表现出的反差更为鲜明。这些数字无可辩驳地说明，1927一1929年间向股东所报告收益的真实性是可疑的，显然正是在这一时期，公司在帐上作了很多手脚。。

这个例子和前面所讨论的其他例子都深刻说明了由合格的注册会计师对公司报表进行独立审计的必要性。同时我们还建议，年度报告应该包括一张详细的将向股东报告的净收益和联邦税的应税所得进行比较的对照表。

另一个窜改帐目的特别案例—美国联合雪茄商店公司在.1924一1927年间玩弄了一个和帕克和蒂尔福德公司的所作所为同样特.别和令人眼花缭乱的会计伎俩，虽然对报告收益的影响没有那么大:.当一该公司在1927年5月提出上市申请时，才第一次解释了支持这种帐面处理的“理论”，这个解释包括以下内容:“

公司在美国.的主要城市拥有几百幢租赁.来的商用建筑物，这些租赁物在1924年5月之一前一直没有人帐。有鉴于此，该公司和纽约市的注册会计师公

司梅斯勒·F"R'·拉弗伦茨公司一起，在1924年5月对它们进行了评枯，估价结果超过$20000000

董事会决定，从当时起，每3个月将这些估价中的一部分在公司的资产帐户中建立起来，并以股息的形式将它们资本化，以发行并流通在外的普通股为基础，每季度按平价对这些普通股支付1.25%的普通股股息。

通过这种方式产生的资本盈余由于以一平价发行等量的普通股而被全部吸收，因此不是公司的既存盈余的一部分。公司未从以这种方式产生的资本盈余中发放任何现金股息。7

现在采用和1924年同样的评估方法对这些租赁物进行评价的结果，是帐面显示的现在公司价值的两倍以上。

将“租赁物增值”计人收益的效应如下表所示:

| 年份 | 报告的净收益 | 普通股每股收益(以平价$25为基础) | 市场价格范围l以平价$25基础) |
|---|---|---|---|
| 1924 | $6697000 | $4.69 | $64—43 |
| 1925 | 8813000 | 5.95 | 116—60 |
| 1926 | 9855000 | 5.02 | l10—83 |
| 1927 | 9952000** | 4.63 | 100—8l |

*1925年发放的股票股息总额为$1737770这两

个数据之间的差异无法解释，

在其他年份中这两个数据都是相同的

**剔除了$229017应计入往年收益的联邦税退还。

在评价联合雪茄商店公司将租赁物估价计入当期收益的做法

时，一系列的问题必须首先明确。

1.租赁物从本质上讲既是一种资产，也是一种负债。它们是一种由于必须对所占用的建筑物支付租金而产生的债务。不客气地说，正是这些租赁物最终将联合雪茄商店公司逼到破产的境地。

2.假设对租赁物的使用权可以形成一种资本价值的话，这种价值也是完全无形的，因此在资产负债表中将这些无形资产按高于真实成本的价值标示是和会计原则相矛盾的。

3.在帐面上提高任何资本性资产的价值时，这种增加额应该贷计资本盈余。无论多么丰富的想象力也不能把它幻想成一种收益二

4.联合雪茄商店公司估价为$20000000的租赁物是在1924年5月之前就存在r的，但是它却被处理成随后几年的收益。因此被包括在1927年利润中的$2437000租赁物增值和该年的经营和发展业绩没有关系

5.如果租赁物的价值确实增值了，其结果必然表现在来自于这些升值的建筑物所实现的收益增加了。对这种增值的其他任何认定方法都将意味着对同一价值的重复计算。不过实际上，在企业通过追加资本化的方式拓展融资的情况下，联合雪茄商店公司的每股收益并没有表现出上升的趋势。

6.这些租赁物的评估价值应该如何在租赁期内逐期摊销。如果投资者因为这些有价值的租赁物所带来的收益而对联合雪茄商店公司的股票支付高价格，那么他们必须从收益中扣除一定的储备来逐步冲销这部分租赁物的资本价值，直至资本价值在租期届满之时正好摊尽。“而联合雪茄商店公司却继续在原始成本的基础上摊销这些显然已经一文不值了的租赁物。因此令人吃惊的事实是，租赁物价值增值的效果—如果确实产生了效果的话—应该是通过增加的摊销费用来减少未来期的经营利润。

7.联合雪茄商店公司1924-1927年的虚增收益没有在年度报告中向股东们解释清楚9，使得这种做法显得更为恶劣。向纽约股票交易所通报重要的真相是在开始进行这种帐务处理的3年之后，这可能还是迫于当时向公众出售新优先股—由法定金融机构承销—的法定要求。第二年，公司决定停止实施将租赁物增值计人收益的政策。如此看来，联合雪茄商店公司的这些会计伎俩可以描述为，将一种无形

资产—这种资产实际上是一种负债—的想象价值无缘无故地计入了现期收益，这种资产的增值发生于过去时期，而这种估价的真正结果—如果确实发生了的话—应该是，因为摊销费用的提高而减少未来会计期间的收益。

在帕克和蒂尔福德公司案例中介绍的联邦所得税查验方法如果应用于联合雪茄商店公司，可以得出有趣的结果:

| 年份 | 联邦税储备 | 税前收益<br>A．根据缴税储备计算 |
|---|---|---|
| 1924 | 700000 | 5600000 |
| 1925 | 825000 | 6346000 |
| 1926 | 900000 | 6667000 |
| 1927 | 900000 | 6667000 |
| 1928 | 700000 | 5833000 |
| 1929 | 13000 | 118000 |
| 1930 | 无 | 无 |

*减去了显然应该属于过去年份的$229000退还税款。

**经过调整后的另一个报告数字是$2947000。

从以上例子中得出的经验—从联合雪茄商店公司的案例中，我们可以总结出一个相当实用的经

验。当一家企业实行有问题的会计政策时，投资者应该对该企业的所有证券退避三舍，无论其中一些看起来多么安全和有吸引力。这一点可以从联合雪茄商店公司优先股这个例子得到说明，该证券曾经在连续很多年中统i一十表现异常突出，但后来被证明是一支毫无价值的股票。面对上面一洋细介绍的奇怪的簿记处理，投资者可能会觉得这支证券的品质还是不错的，因为在修.正了被高估的收益之后，安全边际仍然十分充足:其实这种推理一是站不住脚的，因为你无法量化应从收益中扣除的管理不善这个因素，对付这种问题的唯一办法就是躲开它们。

股票股息收入被赋予的虚假价值—从1922年起，联合雪茄商店公司的大部分普通股被烟草制品公司所持有，后者复又被另一家公司控制着同样比例的股权。烟草制品公司一家重要的公司，其股票的市场价值在1926和1927年平均高达$100000000以上。该公司采取了另外一种虚报损益帐户的会计方法，即给收入的股票股息设定虚妄的价值。

1926年，公司的收益报表显示如下:

净收益……………………………………
$10790000

所得税
………………………………………………400000

A类股票股息

……………………………………3136000

给普通股留下的余额

………………………………7254000

每股收益

…………………………………………11

普通股市场价格的范围

…………………………117—95

有关这一时期公司会计事项的详细信息从未被披露过(纽约股票交易所令人不解地习惯于在新股上市时向公众提交极其粗略的报告)。但是有充分的信息证明，该公司丰厚的收益是通过以下方法形成的:

向美国烟草公司出租资产的租金收入

……………………………………$2500000

收自联合雪茄商店公司普通股的现金股息(支付总额的80%)……………………2950000

收自联合雪茄商店公司普通股的股票股息(平价价值为$1840000)，减费用……………5340000

$10790000

可以注意到，烟草制品公司收自联合雪茄商店公司股票股息的人帐价值，是这些股息票面价值的3倍，即，是联合雪茄公司因此所冲减的盈余价值的3倍。这样看来，烟草制品公司估价这些股息的根据是联合雪茄商店公司股票的市场价格，由于未被烟草制品公司持有的股票数量很少，这个价格是

很容易操纵的。

当一家控股公司计人损益帐户的股票股息收入的价值，高于由支付这些股息的子公司所设定的价值时，就会发生一种特别危险的收益的连环虚胀。从1929年开始，纽约股票交易所严格规定禁止这种做法。(原因曾经在第30章中讨论过。)在烟草制品公司的例子中，这种处理特别应该受到批评，因为股票股息发行的根本目的就是为了在收益中加人一:个虚假的因素，即租赁物价值的增值。通过居心巨测地利用控股公司的机制，这些虚构的利润被神不知鬼不觉地乘了个"3",,

在合并收益的基础上，烟草制品公司1926年的收益报告将显示如下:

收自美国烟草公司的租金，减所得税等……………………………$2100000

联合雪茄商店公司普通股收益的80%……………………………5828000

$7928000

A类股票股息……………………………………3136000

给普通股留下的余额……………………………$4792000

每股收益……………………………………………$7.27

*未包括租赁物增值。

烟草制品公司普通股的报告收益为每股$11，看

来是一个高估了大约50%数字。

一句可以作为华尔街格言的话是，只要发现了帐目窜改的痕迹，就可以发现这种或那种形式的股票杂耍((stockjuggling)o熟悉各种可疑的财务方法有助于分析家，甚至包括公众，在这些伎俩出现的时候及时地识破它们。”“

子公司和合并报告

这个标题引出了我们对报告收益的第二大类调整的讨论。当一家企业控制着一家或多家重要的子公司时，对该公司当年经营的真实业绩的考察就必须借助于一个合并损益帐户。仅仅显示母公司自身业绩的数据是不完全的，而且非常可能引起误解。正如前文所指出的，它们要么会因为没有反映子公司的所有现期利润而低估收益，要么可能因为没有扣除子公司的亏损，或由于将收自子公司的股息以高于子公司当年实际收益的价值计算在内，而高估了收益。

未合并利润(nonconsolidatedprofits)—在1923年雷丁公司的铁路和煤炭资产分离以前，该公司股票的报告收益始终被低估，因为这些数字未包括煤炭子公司的利润，原因是该子公司没有向自己的母公司支付股息。一直到1923年，纽约的统一煤气公司和前一家公司一样，报告收益中有关子公司收益的部分，只包括了母公司以股息形式获得的收入。由

于纽约爱迪生公司和其他电气子公司比煤气公司本身更为重要，因此这种形式的报告显然是大失偏颇的。为了对统一煤气公司盈利能力有一个准确的把握，分析家会发现，有必要把提交给纽约州公共服务委员会，而不是提交给股东的详细信息汇编成一个合并会计帐户。

末合并亏损—相反的情形—即没有扣除子公司的亏损

—可以从沃伦兄弟公司1923年的报告中得到说明。这个道路建设企业的报表记录的收益为$724000，相当于在分配了优先股股息之后，普通股每股收益为$11.44。不过这些收益没有将两家子公司的亏损计算在内，直到1925年公司股票上市时，股东们才得知了这两家公司的业绩。经过修正的1923年损益帐户如下所不:

沃伦兄弟公司所报告的收益
…………………………………$724000

减去:

沃伦建筑公司$754000亏损的72%…………………$543000

南部道路公司$80000亏损的
100%………………·80000623000

合并净利润
…………………………………………………$101000

优先股股息(仅包括沃伦兄弟公司)……………………………151000

留给普通股的余额……………………………………………… - $50000

这是在没有考虑联邦税之前出现的赤字。公司1924年的报告显示，公司在1923年没有上缴一分钱的税—这足以说明问题—而向股东报告的收益却达到了$724000。[11]

子公司支付的特别股息—当未合并子公司的收益被允许累积到它们的盈余帐户中时，这些收益日后可能会通过向母公司支付大量特别股息的方式，在业绩不佳的年份抬高母公司的收益。

例:1922年，伊利铁路公司从宾夕法尼亚煤炭公司和山腰煤铁公司获得了总额达$11000000的这种股息。北太平洋铁路公司也类似地通以特别股息的形式，从芝加哥一伯灵顿一昆西铁路公司、北部快运公司和西北改建公司获得了大量的资金，用以贴补1930和1931年的微薄收益，其中最后一家子公司主要经营不动产、煤炭和铁矿石。纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司1931年的收益中，包括了大约$1600000的来自于它所持有的惠灵和伊利湖铁路公司最优先股(priorpreferredstock)的返还股息(backdivi-dend)，这些股息中仅有一部分来源于惠

灵铁路公司这一年的收益。

这种在好年景隐瞒子公司利润以便在坏年景中提取的办法，看起来是一个值得称赞的稳定报告盈利能力的措施。但是更明智的看法是否定这种善意的欺骗行为，纽约股票交易所的新近规定说明了这一点，它要求对子公司的收益如实报告。报告每一时期真实的经营业绩和全部真相是公司管理者的责任;通过平衡繁荣期和萧条期的收益来推测公司的“正常盈利能力”，这是股东的工作。管理者即使出于保持收益稳定性的善意而窜改报告收益，也是无论如何应该受到批评的，因为这种做法很容易导致居心不良的篡改。

应对损益帐户进行修正，以包括这类项目—从以上的讨论中可以明显看出，只要有必要并且有可能，报告收益就必须受到修正，以便正确地反映所有子公司以及母公司的现期业绩。子公司通常被定义为一家由于大多数有投票权的股票被另一家公司拥有，而受到后者控制的公司。

例:以路易斯维尔和纳什维尔铁路公司为例，它被视为大西洋海岸线铁路公司的一家子公司，后者持有前者51%的股本。因此，对大西洋海岸线铁路公司盈利能力的有效分析，必须充分考虑到它所拥有的路易斯维尔和纳什维尔铁路公司股份的亏损或未分配利润。不过，尽管太平洋联邦铁路公司持有

伊利诺伊中央铁路公司和其他铁路公司大量股票，上述程序在这个例子中却不应是一个常规的分析方法，因为这些股份不足以形成控制权。

但是过分教条地坚持将绝对多数股份的所有权作为母一子公司关系的标准也是没有道理的。

例:北太平洋铁路公司和大北部铁路公司各拥有芝加哥一伯灵顿一昆西铁路公司4$.6%的股权。这种程度的控制已提供了将伯灵顿公司视为两家北部铁路公司的子公司的充分理由，在合并的基础上_进行分析也就理所当然了，即，在北太平洋铁路公司和大北部铁路公司的收益报告中，编人伯灵顿公司业绩的适当比例。因此可以这么说，如果一家企业在另一家企业中拥有举足轻重的权益，在对前一家公司进行分析时，应该适当地考虑它在后一家企业的现期业绩中所占有的份额。

修正方法的说明—对报告收益进行这种形式修正的方法，可以借用E-1-杜邦·迪·尼莫尔斯公司的例子加以说明。1932年，杜邦公司普通股的报告收益为$19770000，对应于10872001)股股票，每股收益$1.81这些收益中还包括了它所持有的大约为10000000股通用汽车公司普通股—代表了流通在外总股数的23—所收入的总计孚12500000的股息。不过，通用汽车公司在1932年不仅没有获得可以支付普通股股息的收益，而且在分配完优先股股息之

后，每股亏损21美分。因此在合并的基础上，杜邦公司普通股1932年的收益必须扣减$14600000，这一减项代表了它在通用汽车公司优先股股息分配之后出现的亏损中所占的份额。(它对应着这一年杜邦投资于通用汽车公司股票的帐面价值的减少。)对1929一1932年的4年情况进行的类似计算所得出的修正结果见下表:

| 年份 | 杜邦公司每股收益($) | 反映杜邦绩中所占份额 |
| --- | --- | --- |
| 1932 | 1．81 | -1．35 |
| 1931 | 4．30 | -0．51 |
| 1930 | 4．52 | +0．04 |
| 1929 | 6．99 | +1．12 |

通用汽车公司1931年的报告值得以赞许的态度加以关注，因为它包括了采用我们在这里和前一章中推荐的方法所进行的补充计算，即，扣除特别的和非经常性的利润或亏损，并加人通用汽车公司在非合并子公司经营业绩中的权益。报告所显示的1931\和1930年的每股收益如下表所示:

每股收益，包括了非合并子公司的非股息性利润或亏损

| 年份 | 包括偶生项目($) | 刨除偶生项目($) |
| --- | --- | --- |

| | | |
|---|---|---|
| 1931 | 2.0l | 2.43 |
| 1930 | 3.25 | 3.04 |

向统计机构推荐的程序—尽管这种程序看起来使报告复杂化了，但是对于每股收益数字一统天下所导致的普通股分析的过分简化的倾向来说，这是一种有益的改进。统计手册或统计机构在它们对公司的分析中很自然地突出了每股收益的重要性。不过它们可以通过下面这种方式提供更有用的服务，即当公司的报告看起来出现了以下几个不合规范或复杂的问题时，省略对每股收益的计算。

1.偶生项目被计算在收益中，或本应抵减损益帐户的项目被用于抵减盈余。

2.子公司的现期经营成果未能准确地反映在母公司的报表中。

3.折旧和其他摊销费用的计算不合常规。

由于母子公司关系而被歪曲的收益一利用母子公司的关系在报告收益中令人震惊地歪曲事实的情况不乏其例。我们在这里要列举两个来自铁路部门的例子。由于州际商业委员会制定的严格的会计法规看似能够可靠地限制虚报收益的做法，因此这些例子尤其发人深思。

例:1925年，西太平洋铁路股份有限公司(corporation)向优先股支付了$7.56的股息，laI普通股支付了$5的股息。公司的损益帐户所显不的收益

仅仅略高于股息分配额。这些收益几乎全部来自于它的经营性子公司—西太平洋铁路公司(company)-所分配的$4450000股息。不过，该子公司这一年本身的收益仅有$2450000，而且它的累积盈余不足以向母公司支付大量的股息，以满足后者在这一年希望报告的收益总量。为了达到这个收益目标，母公司用心良苦地向经营性公司提供了总额$1500000的捐赠，并立即以子公司股息的形式收回了这部分资金。捐赠款项是通过冲减盈余获得的，而作为股息回收的同一笔款子却被报告成了收益。通过这种迂回的策略，该公司得以宣称普通股“赚了”$5，实际上真正可用于分配的收益仅为每股$2.

为了支持前文中所指出的恶劣的会计方法具有传染性的观点，我们可以举一个例子，纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司(“镀镍”公司)在1930和1931年就仿效了西太平洋铁路公司在1925年的做法。具体情况大致如下:

1929年镀镍公司通过一家子公司将其所持有的佩尔马凯特铁路公司—同样受镀镍公司控制—股份出售给了切萨皮克和俄亥俄铁路公司。这次售让总共获得了$10665000的利润，镀镍公司将其贷计了盈余。1930年，镀镍公司需要抬高其收益，于是从盈余中提取了$10665000的利润，将其返还到子公司的帐上，复又以子公司“股息”的形式收回了其中的

$3000000，并将它们计人了1930年的收益。1931年的损益帐户也包括了与此类似的$2100000股息。

一些公司出于一个被认为十分必要的目的而玩弄这些特别的伎俩，即，将收益提升到足够高的水平，以保持公司的债券达到信托基金投资的法定标准。但是这些做法会导致和其他所有的误导性会计方法同样的结果，即，使公众误人歧途，并为那些“内部人”提供了不公平的利益。

- **第34章折旧和类似费用与盈利能力的关系**

在深人分析损益帐户时，必须对扣减的折旧以及同类费用的数额给予特别的关注。这些项目与普通的营业费用有所不同，因为它们不表现为现期的相应现金支出。它们所代表的是，由于磨损、消耗或其他原因而导致的固定资产或资本性资产价值减少的估计量。具有这种性质的重要费用可分为以下几类:

1.折旧(depriciation)、替换(replacements)、更新(renewals)或报废(retirements)o

2.耗损(depletion)或消耗(exhaustion)o

3.租赁物和租货物改良(improvements)的摊梢(amortiza-tion)。

4.专利的摊销。

所有这些项目都可以归人“摊销”这个大类，但有时我们将它们统称为“折旧项目”，或简单地称

为“折旧”，因为后者是一个更为人所熟知的名词。

有关折旧的主要问题—有关折旧费用的会计理论十分简单。如果一项资本性资产的寿命期是有限的，那么必须通过冲减寿命期中各年收益的形式提取储备，以逐步冲销该资产的成本。然而，公司的报告在计算折旧费用时，并不总是遵循公认的会计方法;不仅如此，经常出现的问题是，从会计技术性的角度看来合理的储备额，换到投资的角度来看可能会显得不能满足要求。对于一个损益帐户的折旧处理，分析家可以问3个问题:

1.这里的收益额是否已经扣除了摊梢费用?

2.从标准的会计原则判断，所摊销的比例是否合理?

3适用这些摊销比例的成本或基数，是否合理地反映了这些资产对投资者而言的公平价值?

折旧费用代表了一种营业费用—有时，向公众报告的收益中没有扣除公司帐面上所记录的摊销费用。在讨论债券分析时我们曾经指出，这种做法在公共事业类债券的发行中已经成为一种令人头疼的普遍问题，我们还强烈建议债券的购买者放弃所有在收益中省略了如此重要的减项的债券。人们常常认为，折旧费用完全可以被忽略，因为它们仅仅是一种簿记项目，不代表真实的现金支出。这是对此问题很不正确的一种认识。折旧不只是一种帐面的

概念，因为从更重要的意义上来说它记录了资本价值的真实减损，如果贷款人或所有者不想欺骗自己的话，他们必须为此计提足够的储备。

此外，在大多数情况下，出于替换或补充资产的需要，公司会不断发生比折旧更大的现金支出，这使得折旧费用每隔一段时期就会被消耗或被抵消。因此经常发生的情况是，人们最终发现折旧费用和真实的现金支出联系在一起，它们与工资和租金一样，都是企业的真实费用。相对不太经常但也时有发生的情况是，在很长一段时期内，折旧储备中的很大一部分未被动用。在这种情况下，投资者在计算时降低年费用的金额有时是合理的，我们会在后面解释其中的道理。不过一个总的原则是，充足的折旧备抵是计算出准确收益数据的必要条件。

省略这种费用的突出例子—尽管在债券募集公告的计算中，折旧费用常常被省略，但是在提交给股东的年度报告中未包括这些费用的现象却相对比较少见。1930年以前城市服务公司确实采取了这种做法，但令人庆幸的是，这只是一个非常例外的情况。不过由于这是一个大型企业，并且拥有众多的小股东，所以这个例子特别值得一提。该公司连续多年通过它的财务机构向公众发售股票，但是在它的招股文件(sales literature)和年度报告中采取的一贯政策是，以未扣除折旧和耗损费用的数字公布收

益。该公司业务所在的两个行业—公共事业和石油—通常要求在总收益中计提相当大比例的资金以作财产摊销之用。下面列示了一个典型年份中该公司的一张简化了的损益帐户，它将说明城市服务公司在持续不断地向公众出售巨额证券时所提交的报告是多么具

有误导性。

| 项目 | 19 |
| --- | --- |
| 总收入 | 12 |
| 折旧和耗损前净收益 | 40 |
| 利息和优先股股息 | 26 |
| 少数股东权益 | 21 |
| 为普通股和储备留下的余额 | 11 |
| 折旧备抵，等 | 12 |
| 为普通股留下的真正余额 | 赤 |
| 每股收益的报告数字 | 3. |
| 每股收益的真实数字 | 无 |
| 普通股的市场平均价格 | 39 |

*此处将折旧等储备估计为总收入的10%是合理的，所根据的资料包括:0)较大型子公司在它们的个别报表中所显示的1925年实际储备数额;(2)1930年和之后年份所公布的整个公司系统的储备数额;和(3)同一行业中具有代表性的公司所采取的做法。

对申辩理由的批评—城市服务公司对于未将摊

销费用包括在公司报表中的做法提供的辩解是，公司财产的价值增值非常迅速，因此没有发生任何实在的折旧。但是，无论发生了怎样的价值增值，它都将反映在扣除了正常的折旧费用后的盈利能力当中。实际情况是，如果计算了这种扣减的话，公司没有什么收益可供普通股分配的状况似乎已经延续多年了，这个事实足以否定价值增值的说法。在任何情况下，将增值的财产价值重复计人收益报表——即，首先表现在净利润的增加上，后又因为资本价值没有净缩减而省略通常的摊销处理—是一个十足的逻辑谬误，这相当于“将一墩牌计算两遍”。”“这种错误的观念，或者是错误的报告方式，和前面所讨论的联合雪茄商店公司的做法如出一辙，后者将它自己所声称的租赁物价值增值的一部分加入了每年的净收益中，尽管这种增值效应已然反映在这些地理位置优越的商店的利润增加上。

另一种误导的做法—城市服务公司的会计方法中还存在着另外一种或许比公然在报告收益中省略折旧更为危险的处理，这种伎俩就是，将年摊销费用的一部分抵减收益，然后将剩下的部分直接冲减盈余。对于一位比较谨慎的投资者来说，他深知一张宣称没有设置折旧备抵的收益报表是不可信的。但是如果某些数据被称为“计提折旧后的”数据，他就不大会对折旧的问题进一步刨根问底了，因此，

低估这些费用要比完全省略了这些费用的计算并承认这一事实更具有危害性。

应该明确的是，除非出现了极端异常的情况，不然的话当年计提的任何折旧都必须冲减收益，而不能处理成“盈余的调整”。多年以来，城市服务公司的子公司往往将年度折旧备抵中的大部分从盈余中扣减，这使得损益帐户相应地表现出较强的“盈利能力”。这种做法当然与城市电力和照明服务公司债券双联合同中的一个条款有关，该条款规定了每年应从盈余中扣减的作为维护和折旧费用的最低限额。这些显然是为了保护投资者利益而规定的要求，在实践中却被用作误导他们的工具。;子公司通过这种办法冲减的费用远远高于规定的最低限，而本来应该计提的储备当然也就被报告成了收益。但是“双联合同的要求”提供了一个方便的借口，子公司籍此大肆减少对收益冲减的费用，并将余额从盈余帐户中扣除，而投资者很难发现这种做法。10

令人遗憾的是，管理作风严谨的公司有时也会采用类似的做法。可以注意一下下表中底特律爱迪生公司1930和1931年的报Z上二

| 项目 | 1931 | 1930 |
| --- | --- | --- |
| 总收入 | $49233000 | $5370700 |
| 折旧前净收益 | 21421000 | 2404100 |
| 折旧 | 4000000 | 6900000 |

| | | |
|---|---|---|
| (占总收入的百分比) | 8．1% | 12．8% |
| 固定费用 | 5992000 | 6024000 |
| 留给普通股的余额 | 11429000 | 11117000 |
| 每股收益 | $8．98 | $8．75 |
| 冲减盈余的追加折旧 | 1500000 | |
| 冲减盈余后的每股收益 | $7．80 | $8．75 |

目O虽然与所在工业部门其他企业的平均水平相比，底特律爱迪生公司的折旧费用通常计提得比较充分，但是由于两个原因，该公司1931年的会计方法应该受到批评。首先，这种方法的效果—如果不是目的的话))是掩盖了实际收益较前一年的下降。其次，由于该公司享有很高的声誉，这种措施很可能被其他企业所仿效，因此它为通过将费用转移到盈余帐户以高估收益的做法提供了不健康的激励。

簿记花招的另一个例子—伊阿华公共服务公司提供了一个簿记花招的特殊案例。1929年，该公司报告的财产帐户总额为$25200000，总收益为$4200000，而折is费用仅为$}so00。这是一个明显不足的数字。在随后的几年中，折旧备抵额逐渐提高，1932年达到了$220000，但仍还是一个反常的数字。公司在1932年通过以下这种独特的程序，正式承认往年的折旧费用计提得不够充分:

1.它将普通股的法定价值减少一了$1587000，并将这部分金额转移到了资本盈余中。

2.它随即通过向资本盈余帐户冲减$1500000的追加折旧和$87000的意外开支(contingencies)，将这部分资金全部用尽。

在这个案例中我们看到，在一段时期里，必要折旧费用的很大一部分未被计人收益报表，最终通过降低普通股法定价值的方式补充了这个缺口。这种恶作剧式的会计方法的意外效果是，母公司(美国电力能源公司)所获得的股息超过了真实收益和初始盈余的加总额，这使得债券持有人和第一优先股股东的利益受到了严重的侵害。

折旧的双重会计政策—研究一下美国供水和电气公司在1934年2月发行10年期利息率为5%的可转换债券时所发布的长达53页的募集公告，可以发现公共事业系统会计实践中的一桩重要黑幕。该公告第一次披露:公司在计算财产摊销费用时一直采取两种不同的方法，一种方法是针对所得税的，另一种费率低得多的方法是向证券持有人报告时所采用的。这种做法对于普通股的盈利能力和高级证券的品质意味着什么，可以明显地从以下数字中得到说明(表34一1).

这里马上就遇到一个问题:“这两种全然不同的方法能同时使用吗?如果不能，哪一种方法是正确的

呢?”募集公告对这个问题的解释连篇累犊，其技术性之强和论证方法之机巧，足以打消几乎所有的原本就不多的几个读者的疑问。但是仔细分析一下这些解释，分析家肯定会对提交给股东的数据合适与否的问题疑窦丛生。税.单中大得多的扣减额所根据的是折旧的标准理论和计提折旧资产估计寿命的标准计算表。而募集公告中的长篇大论并没有提出确凿的证据一可以证明，在提交给公众的报告所中设置的“设备更新等的储备”足以弥补资本性资产因为磨损、毁坏和报废而导致的价值损失。

表34—1

| 年份 | 向公众报告的“更新、替换等”费用($) | 向政府报告的“折旧”费用($) |
|---|---|---|
| 1930 | 4105000 | 6781000 |
| 1931 | 3095000 | 7089000 |
| 1932 | 2747000 | 7023000 |
| 1933（11个月) | 2654000 | 6384000 |

| 年份 | 根据税单中的折旧计算的普通股 |
|---|---|
| 1930 | $2701000 |
| 1931 | 1123000 |
| 1932 | -1880000 |

| | |
|---|---|
| 1933（11个月) | -1860000 |

公告宣称，公司所遵循是有关工业部门的惯例，有些费率的订立得到了州和市政当局的批准，而且大都经过了公司技术人员和管理人员之间的磋商程序。各种各样的因素都已考虑在内，包括各年的收益。但是，对于计提金额的充足度这样一个至关重要的问题，却是公告中最为语焉不详的部分。

审计师在公证该公司的合并帐户时，特地未将更新等储备项目列人他们的核查和证明的内容当中，这样做是意味深长的。他们特别指出，对于这些储备，公司所采取的方法“不是试图根据估计寿命来推算折旧)”同样意味深长的是，更新和替换的年平均费用还不足财产帐户总额的1010,也低于整个系统投资资本总额的1%}最后我们还应该注意到，在1931一1933年，这些费用出现J'锐减的趋势，降低的E1分比要大于总收入或净收入的减少幅度

投资者面临的一个严峻问题—诸如此类的案例的曝光给公共事业类证券分析增添了困扰。由于在这个领域中摊提费用的多少对报告收益具有如此重要的影响，因此人们如果知道计算这些费用具有两种完全不同的根据，肯定至少会对公布的数字狐疑满腹。非常明显，公共事业公司在折旧备抵的计提方面可以采取这样或那样的政策，所以这些公司的

净利润极易受到管理层随心所欲的决策的影响。由此看来，有时不同的公司系统在业绩上的差异—我们将在稍后讨论这个问题—主要是由于企业控制者自愿决定的结果，而不是因为企业的特征存在着多么大的差异。对于刚才所讨论的美国供水和电气公司这个具体的例子，谨慎的分析家或投资者很少会将报告数字视作企业真实的或可比的盈利能力指标。14

对美国供水和电气公司募集奋告的进一步研究—我们有必要暂时偏离折旧备抵的话题，将对美国供水和电气公司公告的研究稍微深入一步，因为它包括了一系列和证券分析有关的问题。所得税数字的含义非常令人难以琢磨，这些数字如下所示(表34一2):

显然，该公司系统出于纳税目的计算出的净收益和公布的净收益完全是两回事。除了折旧费用的显著差异之外，公司还因为放弃电气铁路财产而进行了大量的冲销，在所得税单中它们被计为资本损失。这些亏损因为具有偶生的性质，显然应该和当年的经营业绩区分开来。但是令人吃惊的是，这些在4年中总计超过$9000000的费用，在公司的报表中却无迹可寻。它们不仅被排除在损益帐户之外，而且在资产负债表中也不留痕迹—无论是资产帐户还是盈余，或是任何储备帐户。通过一种奇怪的办

法，这些损失被以不会反映在合并资产负债表中的形式记录在子公司的帐簿里。(显然，为了抵消这些被冲销的价值，其他财产的价值被标高了。)

表34—2

| 年份 | 已付或应付的联邦所得税额 | 税率·的% |
|---|---|---|
| 1930 | 1501000 | 12 |
| 193I | 472000 | 12 |
| 19912 | 103000 | 14.5* |
| 1933（11个月) | 588000 | 14.5* |

**末扣除子公司优先股股息。

募集公告所披露的所得税数字和报告净收益之间的差额

| 年份 | 折旧费用的超出额($) | 债券折价摊费用的超出 |
|---|---|---|
| 1930 | 2676000 | 260000 |
| 1931 | 3994000 | 280000 |
| 1932 | 4276000 | 290000： |
| 1933（11个月) | 3730000 | 253000 |

*包括投资于惠灵公共运输公司的亏损，1932年为$1118000，

1933年为$100000。

公布收益的最起码的调整—为了正确认识发生在美国供水和电气公司的这些不一致，有一点是很清楚的，对报告收益至少应该进行一项最起码的扣减，这项扣减就是，如果公司确实获得了它所报告的那么多收益，那么由此将带来的所得税的增加额。因为当根据过去记录探究未来盈利能力时，应该基于这样的假设:公司所支付的所得税与它的收益相称。如果所报告的数字是真实收益，那么公司决不可能不断地说服政府收取比应纳税额低得多的所得税。因此，如果我们援用公司自己公布的数字，并据此调整所得税额，那么经过最起码的调整之后，这一时期的收益数字如下所示:

| 年份 | 报告税额 | 报告收益的差额 | 调<br>股的 |
|---|---|---|---|
| 1930 | 1501000 | 1644000 | 1 |
| 1931 | 472000 | 1490000 | 1 |
| 1932 | 103000 | 1380000 | 1 |
| 1933（11个月) | 588000 | 1280000 | 6 |

不过，如果税单所根据的折旧费用是真实的，那么应对收益进行的扣减额将大大高于上表中所计算的最小值。

作为根据1933年《证券法案》发行的第一笔主要

债券的募集公告，美国供水和电气公司的募集公告具有某种历史性的意义。公告中所提供的公司事项的补充信息，会被认为是这部法律中有关披露事实真相的严格规定的实践证明。但是该公告还是令人深切地感受到了当前会计方法的内在复杂性，从而感受到当前投资问题的内在复杂性。有效而公正的分析的必要性因此显得更加迫切。

耗损费用的报告—耗损指的是通过将资本性资产转化为可供出售的产品，而耗尽这些资产的过程。它适用于生产金属、石油和煤气、硫磺和木材等产品的公司。当这些产品的保有量或储量受到消耗时，它们的价值必须以抵减收益的费用的形式逐步冲销。对于一些历史比较悠久的采矿公司(特别是铜矿和硫矿的生产企业)，耗损费用的i一十提额是由联邦所得税法的某些技术性要求规定的，它以1913年3.月l日的估计储藏数量和价值为计算基础:由于这些计算的根据是不确实的，所以很多公司在提交给股东的报告中省略了耗损费用项目。

投资者自己进行计算的必要性—一我们在后文中将一说明，采矿企业的投资者必须根据他对采矿资产的股份所支付的款项，经常计算自己的耗损备抵额。由十不论是根据公司的帐面原始成本，还是根据出于交纳所得税的目的而设定的特别数字所计算的耗损费用，都将引起混乱，而不会有所帮助。

因此，省略耗损费用计算的公司是无可厚非的，但是这些企业的股东在研究公司报告时必须牢记这个事实。此外，在对采矿公司进行比较时，在报告收益中已经扣除和没有扣除耗损费用的企业之间必须划定明确的界限。以下列出了一些采取不同政策的公司的例子:

收益中未扣除耗损的公司：

阿拉斯加朱诺金矿采掘公司

阿纳康达铜矿开采公司

苍穹采矿公司(黄金)

肯尼科特铜业公司

诺兰达采矿公司(铜和黄金)

德克萨斯湾硫磺公司

报告收益中扣除了耗损的公司：

塞罗蒂派斯科铜业公司

格兰比统一开采公司(铜)

霍姆斯特克采矿公司(黄金)

加拿大国际镍业公司

佩提诺矿业公司(锡)．

费尔普斯·道奇公司(铜)

圣·约瑟夫铅业公司

石油工业部门的耗损—石油工业部门的耗损费用和经营成本的联系，要比采矿企业的这种联系紧

密得多。后者通常投资于一项或一组资产，其成本的冲销要延续相当长的一段时期。但是典型的石油生产商通常每年都要花费巨额资金用于租赁新的资产和钻探新油井。这些新增资产是弥补生产所带来的储备减少所必需的。因此，耗损费用在一定程度上对应着以维护储备和生产为目的的当期现金支出。新油井在头一年中的产出高达(寿命期中)总产量的80%。因此这种“液流产品(flushproduction)”的几乎所有成本都必须在一个财务期间中冲销完毕;而从这个来源获得的大部分“收益”实际上是一种投资于此的资本回报。如果投资未能迅速地通过耗损和其他费用得到冲销，那么利润和财产帐户的价值都将被高估。当一家石油公司积极致力于开发工作时，必须进行下列各种名目的冲销:

有形资产的折旧。

根据租赁资产成本计算的石油和天然气储备的耗损。无利可图的租赁资产的冲销。总有一部分勘探工作会被证明是毫无价值的，必须将它们冲减生产性租赁资产的收益。无形钻井成本。将所有的钻井成本冲减营业利润是一个常规的做法，在此过程中建立起来的有形资产除外，它将通过定期提取折旧费来冲销。

例:马兰石油公司1926年的例子说明了石油公司的报告收益在何种程度上决定于有关摊销的会计政

策。该公司每年都要支出大量的资金租入租赁资产和钻探新油井，以保持其产量。1926年以前，公司将所谓的"无形钻井成本"计入资本帐户中，然后通过每年发生的摊销费用将它们冲减收益。1926年，马兰公司开始采取更为谨慎的政策，将这些"无形成本"冲减当期收益。这种做法对利润的影响如下表所示:'5

从以上的讨论和例举中可以明显地看出，石油公司的利润在很大程度上为石油公司簿记方法所左右。由于这个原因，对石油公司证券感兴趣的人应该倍加关注公司管理层是否遵循标准和谨慎的会计政策，以及所有帐面上的减项是否都已反映在公司所提交的收益报表当中，这一点特别重要。

马兰石油公司($)

| 项目 | 1925 |
| --- | --- |
| 总收益和杂项收入 | 73231000 |
| 提取储备前的净收益 | 24495000 |
| 摊销费用 | 9696000 |
| 普通股收益余额 | 14799000 |

实践中摊销率的充足性:1.上市公告中的数字——有关摊销费用的第二个总体性的问题是，从标准的会计实践的角度考虑，所采用的摊销率是否适当。我们不能要求投资者甚至证券分析家能够深入细致地处理技术性如此之强的一个问题。不过，有两种

不太困难的调查方法可供选择，它们有时能够获得有用的结论。第一种方法是，如果证券是在纽约股票交易所交易的，那么可以考察一下公司的上市申请(如果证券是依据1933年《证券法案》发行的，则可参考募集公告)，以了解公司是如何表述它的折旧政策的。

例:如果公司遵循了标准的(折旧)方法，它们会按照类似下述的形式公布:

(摘自蓄电池公司的上市申请，日期为1928年12月l7日)

本公司有关折旧的政策……如下:对于建筑物，根据结构性质的不同，寿命期从zo到33年不等。机器、工具和固定物根据设备的性质，冲销速度从1到10年不等。办公家具和固定物在10年内冲销完毕。所有应计提折旧财产的折旧速度，根据对设备的生产性寿命的实际经验和工程师的估计订立。

对于流动性资产的减损(depreciation)问题，公司为可能出现的坏帐设置了一项储备。

(摘自米德兰钢制品公司的.上市申请，日期为1930年2月}1日。)

以下为公司采用的折旧率:年折旧率，%

建筑物

…………………………………………………2

地面、车道和人行道

……………………………………………2

机器

……………………………………………………7

家具和固定物

………………………………………………10

铁道旁轨

…………………………………………………2

轿车和卡车

……………………………………………25

工具和钢型—如果所需的数量是确定的，则在每批产品的生产期间内逐渐摊销，不然的话在每一会计年度末冲销。

这些折旧率是公司多年采用的标准，已成为该工业部门的标准做法。

折旧率所根据的是各种财产的估计寿命。因此，对于建筑物，其成本在50年内折旧完毕;地面、车道和人行道的折旧年限为50年;机器为14年;家具和固定物为10年;铁道旁轨为50年。在订立这些被采用的折旧率时，折旧年限到期时的残值未予考虑。

这些表述都和标准的政策相吻合，对于与此相反的例子，我们可以列举出一些著名公司的上市申请，例如美国炼糖公司、美国轿车和铸造公司、鲍德温机车制造厂和美国罐头公司。

美国炼糖公司1923年12月6日提出的上市申请包

括了以下内容:

在折旧方面，公司坚持采用非常充分的折旧率，往年的损益帐户正说明了这一点。通过各种必要的和适当的维修，以及更新和替换，公司财产的价值随时保持着完好无损的状态。

这个声明听似令人放心，但是它远远不能满足分析家的要求。以下真实折旧费用的记录暴露了一种随意和不稳定得不同寻常的政策。

美国炼糖公司每年计提的折旧费用

| 年份 | 计入收益 | 讠 |
|---|---|---|
| 1916—1920 | 2000000 | 无 |
| 1921 | 无 | 无 |
| 1922—1923 | 1000000 | 无 |
| 1924 | 无 | 无 |
| 1925 | 1000000 | 无 |
| 1926 | 1000000 | 2 |
| 1927 | 1000000 | 1 |
| 1928 | 1250000 | 5 |
| 1929 | 1000000 | 5 |
| 1930 | 1000000 | 5 |
| 1931 | 1000000 | 无 |

1926-1930年间(包括首尾两年)额外计人盈余的费用，看来进一步证实了我们的观点，即美国炼糖公司的折旧备抵额不仅具有任意性，而且是不充分

的。

美国轿车和铸造公司1925年4月2日提出的上市.申请包括了以下内容:

公司没有设置这种折旧帐户。不过从公司的政策和措施中可以发现这种帐户的等效机制。只要设备和建筑物的状态需要，公司就会及时地进行修理、更新和替换，当以先进设施替换老设施可以带来更有效率的生产时，公司将采取这种行动。这使得公司的厂房和财产得以随时保持第一流的水平，并保证它们处于高效率的状态。这种程序足以弥补折旧和报废的价值损失，所费成本计入营业.费用。

这种情况再一次“足以”引起分析家的怀疑态度。同样的情形也发生在美国罐头公司，该公司在m6年2月26日提交的上市申请中，设法一一莫名其妙地—回避了所有有关公司折旧政策的说明;申请中只是提到，自1907年2月以来，公司总共花费了大约}50000000用于扩建和改造，而且“在这一时期，财产的折旧

额至少达到$200000000.,

鲍德温机车制造厂在日期为1929年}o月3日的上市申请中，对折旧的问题作出了以下实在令人吃惊的说明:

1924一192$年(包括首尾两年)的5年中，联邦政府规定的厂房和设备的折旧总额共计$suaus.o}，已从

收益和盈余帐户中进行了如下扣除:

| 年份 | 从收益中扣除额 |
| --- | --- |
| 1924 | 600000 |
| 1925 | 无 |
| 1926 | 无 |
| 1927 | 1000000 |
| 1928 | 600000 |
| | 2200000 |

在未来的年份中，根据联邦政府规定的应计折旧财产的估计使用年限确定、由德克萨斯专员批准作为合适的收益扣减项目、并得到我们的工程师认可的折旧额，将作为制造厂计算折旧计提额的标准。

显然这一阶段鲍德温公司的收益报表毫无准确性可言。向股东报告的1924一1928年普通股每股平均年收益赫然高于修正后的数字，如下表所示:

2.通过类似企业之间的比较得出结论—为数众多的重要公司在折旧问题上违背了标准政策这一事实，使我们提出的有关这个问题的第二种调查方法的意义得以凸显出来，这种方法涉及到对两家或多家同一部门企业的比较分析。不能期望这样一种研究能够揭示有关工业部门的“正常”折旧率—不管是用财产帐户的比例，还是用总收入的比例来表示—以供几乎所有的企业严格执行。但是通过这种办法

可以发现一个将大多数企业的政策包纳其中的众数区间(modalrange)。如果某个具体企业的政策过分背离了这个区间，那么就有理由怀疑该企业的折旧费用受到低估或者高估，实际情况很可能正是这样。当然，在对此得出最终结论

之前，还必须进行更为仔细的调查。

普通股的每股收益($

| 年份 | 报告数字 | 根据 |
|---|---|---|
| 1924 | 一0．40 | —2 |
| 1925 | —6．02 | —11 |
| 1926 | 22．42 | 17． |
| 1927 | 5．21 | 5． |
| 1928 | —5．34 | —7 |
| 5年平均 | 3．33 | 0．0 |

公共事业企业的折旧储备—这里我们给出了这类研究的一个例子，它包括了一批在1930年比较重要的公共事业公司系统。每家公司在这一年所使用的折旧比率较真实地代表了它们的正常政策(表34一1)。

表34—1公共事业公司折旧一报废备抵对比，l930年

| 公司 | 总收入(单 | 折旧<br>报废储 |
|---|---|---|

| | 位：1000) | R(单位 1000) |
| --- | --- | --- |
| 堪萨斯城市电力和照明公司 | $14504 | 8203 |
| 太平洋照明公司 | 48838 | 6784 |
| 底特律爱迪生公司 | 53707 | 6900 |
| 南加利福尼亚爱迪生公司 | 41129 | 5014 |
| 太平洋煤气和电气公司 | 76578 | 8866 |
| 北美公司 | 133751 | 1427 |
| 管理者公共服务公司 | 53042 | 4905 |
| 美国煤气和电气公司 | 68601 | 5898 |
| 国际水电系统公司 | 46414 | 3970 |
| 新泽西公共服务公司 | 138162 | 1190 |
| 哥伦比亚煤气和电气公司 | 96130 | 8138 |
| 全州爱迪生公司 | 84004 | 7109 |
| 电力和照明公司 | 75048 | 6165 |
| 公共事业能源和照明公司 | 52416 | 4256 |
| 杜凯森照明公司 | 28676 | 2294 |
| 北方州能源公司(特拉华) | 33272 | 2560 |
| 美国供水和电气公司 | 54067 | 4105 |
| 联合煤气改造公司 | 108374 | 8040 |
| 统一煤气巴尔的摩公司 | 28582 | 2075 |
| 国民能源和照明公司 | 80376 | 5901 |
| 州和南部公司 | 137752 | 9548 |
| 底特律城煤气公司 | 18446 | 1271 |

| | | |
|---|---|---|
| 北伊利诺伊公共服务公司 | 35405 | 2400 |
| 人民煤气照明和焦碳公司 | 39881 | 2584 |
| 美国能源和照明公司 | 87088 | 5556 |
| 统一煤气公司(新泽西) | 238758 | 1503 |
| 伊利诺伊能源和照明公司 | 37123 | 2239 |
| 尼亚加拉赫德森能源公司 | 78834 | 4753 |
| 联合煤气和电气公司 | 84219 | 4849 |
| 宾夕法尼亚能源和照明公司 | 31006 | 1500 |
| 美国和外国能源公司 | 78656 | 3437 |
| 米德兰联台公司 | 46289 | 1843 |
| 布鲁克林联邦煤气公司 | 25698 | 669F |

*1930年子公司还以特殊折旧的名目冲减盈余达$615000。如果将这个项目计算在内，总折旧费用将达到总收入的9．5%。注意一下，1933年冲减收益的折旧额为$7698000，总收入为$57000000。

**这个数字包括了耗损费用。

这些数字看来佐证了我们在上文中讨论美国供水和电气公司募集公告时所观察到的现象，即公共事业企业的折旧费用在很大程度上是管理层武断决策的结果:它们同时还证实了这样一条暗含的规律，即采用“更新、替换或报废等的储备”这种科目设置的公司所采取的政策，比计提折旧储备的公司更不谨慎。_上表中头10

家公司和最后10家公司的对比，得出了下表中很有意义的数字:

| 组别 | 使用折旧或报废术语的公司数量 | |
|---|---|---|
| | 折旧 | 报废等 |
| 前10家公司 | 8 | 2 |
| 后10家公司 | 1 | 9 |

很显然，分析家或投资者必须对公共事业公司计提的折旧或报废费用进行仔细的检查。在进行任何比较分析时，各公司采用的计提方法上的任何差异都必须加以考虑。除此之外，除非摊销费用的计提是否充分这个问题得到了肯定的答案，否则高级证券的安全性或普通股的投资价值都无法得出定论。从这个角度来讲，维护费用支出的大小也应该详细核查。

两家公司的比较—当分析家得知一家公司的折旧政策背离了标准政策时，他就有特别的理由核查备抵额的充足度。和同一部门的另一家公司进行比较可以获得有意义的结果，就象下列美国罐头公司、美国炼糖公司和美国轿车和铸造公司的数据所说明的问题一样。

无论从相对数还是绝对数来分析，美国罐头公司、美国炼糖公司和美国轿车和铸造公司的折旧备

抵额看来都是不足的。

折旧费用常常是合并过程中的一个问题—在判断合并条件的公平与否时，拆旧费用的相对差异有时会带来很大的意见冲突。

例:1924年，一项涉及切萨皮克和俄亥俄铁路公司、霍金河谷铁路公司、“镀镍”公司和伊利铁路公司的兼并方案出台。一些切萨皮克和俄亥俄铁路公司的股东对此方案持有异议，他们向州际

| 公司 | 平均财产帐户额)1928—1932($ |
|---|---|
| 美国炼糖公司 | 60665000 |
| 国民炼糖公司 | 19250000 |
| 美国罐头公司 | 133628000 |
| 大陆罐头公司 | 42582000 |
| 美国轿车和铸造公司 | 72000000 |
| 美国钢铁铸造公司 | 31000000 |

①不包括冲减盈余的折旧。如果包括这一项，这个数字将变为$1358000。

②如果包括冲减盈余的折旧，这个数字将变为2.24%。

③根据1929—1932年共4年的数据计算。1928年的数据没有找到。

④根据更新和修理支出额的一半估算。在1901—

1933年间，美国钢铁公司的折旧费用，平均达到维护和折旧备抵总额的大约40%.

商业委员会提出，合并的条款对他们的铁路公司极不公平。各种申诉理由中的一条是，过去3年中切萨皮克和俄亥俄铁路公司的收益实际上要比报告中的数字高得多，但是由于设备的折旧和报废等冲减收益的费用异常沉重，使得收益没有得到真实体现。’7伯利恒钢铁公司和扬斯敦薄板和钢管公司m年的兼并方案也受到了出于类似理由的反对，这个计划同样以流产而告终。有关这两家钢铁生产商的数字如下表所示:

| 1928 | 伯利恒钢铁公 |
|---|---|
| 财产帐户，1927年12月31日 | 673000000 |
| 销售额 | 295000000 |
| 折旧、耗损和报废 | 13658000 |
| 比率：折旧对财产帐户 | 2．03% |
| 比率：折旧对销售额 | 4.63% |

忽略折旧费用的报告是不可原谅的—一小部分重要公司的报告收益虽是扣除了折旧以后的数字，但却没有报告扣减的数额。通过仔细分析连续几年资产负债表中累积折旧储备的变化，通常可以总结出有关公司的政策。但是没有什么令人信服的理由

可以为不报告折旧费用的做法开脱;如果公司的报告中缺少这方面的明确信息，谨慎的投资者不会打消对该公司的任何疑虑。

掩盖折旧费用过量的会计方法的一个例子—管理者计提过量折旧的情况虽然比较少见，但却是可能发生的。这种情况的一护个经典例子是国民饼干公司在1922年之前延续了多年的做法。在这一段时期中，公司不断增加工厂的数量，但是财产帐户的总额除了1920年之外，却没有表现出明显的增长。向股东提交的报告在折旧费用的问题上特别含糊其辞，"“但是根据财务手册的介绍，该公司的政策是:“每年的折旧费用为$3Q0o00，所有的更换和建筑物改造费用直接计人营业费用。”

不过，我们很难不得出这样的结论，即新建工厂的资本投资实际上被冲减了利润，而真实收益绝对应该大大高于向公众报告的数字。当igzz年公司以新发行的7股股票替换1股老股票并将现金股息率提高到原来的3倍的同时，这种低估收益的政策宣告结束。结果表面盈利能力突然提高了一倍，同时工厂设备帐户也骤然膨胀。两个时期数字的鲜明对比可见下表。

国民饼干公司($)

| 会计年度截止日期 | 普通股收益 |
| --- | --- |

| | |
|---|---|
| 1911 | 2883000 |
| 1912 | 2937000 |
| 1913 | 2803000 |
| 1914 | 3432000 |
| 1915 | 2784000 |
| 1916 | 2393000 |
| 1917 | 2843000 |
| 1917 | 2886000 |
| 1918 | 3400000 |
| 1919 | 3614000 |
| 1920 | 3807000 |
| 1921 | 3941000 |
| 1922 | 9289000 |
| 1923 | 103570D0 |
| 1924 | 11145000 |
| 1925 | 11845000 |

- ## 第35章从投资者角度考虑的摊稍费用

关于折旧费用的第三大类问题与它所对应的财产价值有关。这一点无疑要比其他两点具有更重要的实践意义，因为它所讨论的不是公司不遵循合法的会计方法的问题—这种现象越来越罕见—而是这种合法的会计方法难以反映公司的投资者所面对的真实情况的问题。1929年以来形势的变化使得这种偏离更为经常，影响也比过去更大。

一个假想的例子所说明的问题—从一个简化了的因而是假设的例子开始讨论，有助于更好地把握问题的关键。

我们假设公司A,B和C都经营货车运输业务。每家公司都只有一辆运货车;融资的方式都是发行100股无平价股票;每家公司折旧前年收益都是$2000-

A公司为购买运货车支付了$100000

B公司为购买运货车支付了$5000.

C公司为购买运货车支付了$10000，但是通过采取“最为谨慎的政策”，将运货车的价值减计至冬to

假设B公司买到便宜的运货车靠的完全是运气，而实际上3家公司的管理人员同样能干，他们总的处境也完全相同。

会计师为这些运货车估定的折旧年限为4年。在此基础上，3家公司的损益帐户如下表所示:

| 项目 | A公司 |
| --- | --- |
| 折旧前净收益 | 2000 |
| 折旧(折旧率为25%) | 2500 |
| 普通股得到的收益余额 | —500 |
| 每股收益 | O |

市场的典型评价—根据这些审计过的报表，A公司是亏本的，B公司资本的收益率是15%，而C公司的业绩实在是太出色了。一位深受当前股票交易价值判断智慧习染的“投资者”会认为A公司的股票完全没有价值—每股$5可能已经是一个慷慨的估价了。另一方面，他对B公司和C公司股票价值的估计可能是这些公司收益的10倍，即B公司股票为每股$}s,c公司股票每股不低于$200。这个程序将使得3家公司总的价值估计结果如下:

A公司…………………………………………………$500

B公司……………………………………………………7500
C公司……………………………………………………20000

这些估计价值的荒唐之处明显得不堪一击。不过它们忠实地模拟了当前会计方法和华尔街推理逻辑的一种运用。其结果是，第一，一家资产价值比较低的公司会正因为其资产价值低，而被认为比资产价值高的公司更有价值;第二，通过一次性地将资产价值减计至零，一家公司可以大幅度地提高它的股票的市场价格。资产负债表揭示了这些佑价的不合理性—考察一下资产负债表，这些结论的不合理性将更为醒目。假设这些公司经营该业务已达3年之久，而且(为了简化起见)经营初期没有营运资金。总是赔钱的A公司当然不会支付任何股息;;B公司将收益的三分之二作为股息支付，即每股年股息为$S;C公司将利润的四分之三，或每股$巧，作为股息支付。这样，资产负债表将如下表所示:

| 项目 | A公司 | B公 |
|---|---|---|
| 资产： | | |
| 运货车 | 10000 | 500 |
| 现金 | 6000 | 450 |
| 总计 | 16000 | 950 |

| | | |
|---|---|---|
| 负债：<br>资本存量<br>折旧储备<br>盈亏 | <br>10000<br>7500<br>一1500 | <br>5000<br>3750<br>750 |
| 总计 | 16000 | 9500 |

尽管A公司存在盈亏项目赤字，但是它所积累的现金量却最大，这些现金也许都已被“标记为”为折旧基金。表现出最大收益的c公司，迄今为止现金保有量最少。我们推测的A公司股票S65的市场价值仅相当于其所代表的现金价值的十二分之一;而c公司股票每股璐200的价格却高于其所对应的现金量的12倍。

一种更为理性的分析方法—为人们所接受的股票市场的逻辑将我们引向了艾丽斯漫游奇境似的结果。现在让我们提一个更有意义的问题，即:“一位企业家应如何判定这3家企业的合理价值呢?”常识将告诉他，无论这3家企业的资产状况如何，它们的价值是等同的。在实际生活中，他会倾向于给予A和C公司所拥有的较为昂贵的车辆，比B公司较廉价的运货车更高的估价。而且毫无疑问，这个企业家会充分考虑各家公司现金保有量的差异。

他的推理过程大概是这样的:首先，每家企业的

价值等于它的现金加上它的运货车的市场公平价值。同时商誉也具有一定的价值，因为经营所需的平均资本所带来的收益—计提了必要的折旧后—可以说是非常可观的。这种商誉价值对3家企业来说是一样的。

| 项目 | A公司 | B公司 |
|---|---|---|
| 现金 | 6000 | 4500 |
| 运货车 | 1500 | 1000 |
| 商誉 | 2000 | 200O |
| 总价值 | 9500 | 7500 |

公司的折旧费用和这些估计价值有怎样的关系呢?答案是，B公司计提的费用很可能是最合理的，因为它和企业的状况相当吻合。部分由于巧合，这个原因使得企业家对B公司的估价和采用华尔街的方法所得出的结果不谋而合。但是对于A公司和C公司来说，管理者对折旧费用的计提完全背离了企业的实际情况。

其中一家由于固定资产成本过高，计提金额也因此过高。这种判断上的错误应该通过将财产帐户(以及资本帐户)减计至重置价值(going一value)—这是正常的工商业折旧费用计提的基础—来加以纠正。c公司出于压低折旧费用的目的，有意低估了资产的价值。而该部分折旧是必须计提的，因为企

业所有者的投资确实正在贬值。如果企业家或投资者决定对运货车(或对需要一辆运货车的企业本身)进行投资的话，他就无法仅仅通过强迫自己相信没有进行这项投资，而不对所付款项计提折旧。

上述推理的实际应用—现在让我们考虑一下，以上推理怎样应用于摆在证券购买者面前的实际情况。

例:作为一个初步的例子，我们提供了尤里卡管道公司1924—1926三年中的收益数据。

| 年份 | 总收入 | 折旧前净收益 | 折旧 |
| --- | --- | --- | --- |
| 1924 | 1999000 | 300000 | 3140 |
| 1925 | 2102000 | 541000 | 4980 |
| 1926 | 1982000 | 486000 | 5000 |
| 3年平均 | 2028000 | 442000 | 4370 |
| 普通股每股 (共50000股) | | 8.84 | 8.74 |

最后一列的数字显示，在所考察的3年中，公司的股份实际上没有盈利能力，由此推断的结论是，根据继续经营假设(going-concernbasis)，其股票没有任何价值。但是从企业的角度(businessstandpoint)看，这个结论合理吗?问题又回

到了—如我们假想的例子一样—折旧费用正确性的分析。以下数字将更好地说明尤里卡管道公司的记录在这个方面的问题(单位是千):

| 年份 | 该年计提的折旧 | 工厂设备替换等的实际支出 | 未花费的折旧 | 收 |
|---|---|---|---|---|
| 1924 | 314 | 61 | 253 | |
| 1925 | 498 | 30 | 528 | |
| 1926 | 500 | 239 | 261 | |
| 3年平均 | 437 | 90 | 347 | |

我们发现，财产帐户的平均支出每年仅为}90000，因此每年可以有$352000的实际现金增加到营运资金中，或用以支付股息(在现实中股息支付被冲减往年累积盈余)。显然，这家企业已经成为其所有者现金收入的摇钱树;由于这个原因，它具有相当大的存在价值，尽管高额折旧费用使它显得分文不值。一如何确定适当的折旧费用—所以在这个例子中，和在我们假想的例子中一样，投资者和分析家必须舍弃公司计算折旧的基数，并设定另一个和公司的实际状况相适应的更为合理的基数。适当的折旧费用是如何确定的呢?对于货物运输公司来说，回答这个问题非常容易，因为我们准确地知道为了保证企业继续经营，所需计提的折旧是多少。但是在实践中，这种精确的数字是很难获得的。我

们不知道尤.里卡管道公司固定资产的有效寿命是多久，也不知道更换这些资产所需成本是多少。我们最多只能根据可以获知的信息来形成一些粗略的估计。这种估计唯一的优点在于，它们比公司的数字更接近实际水平的可能性非常大，我们知道后者是靠不住的。

“已花费折旧(expendeddepreciation)”的概念—从企业的角度考察一下尤里卡管道公司的报表，首先，折旧备抵额不能低于用于财产项目的平均花费。降低该公司折旧费用的主要理由在于，它们不能准确地反映经营中的可得现金。对财产帐户(包括新的固定资产)的支出，实际上代表了不以现金形式存在的部分折旧储备，因此这一部分折旧可以被认为是在企业运作过程中必须计提的最低折旧。我们可将这个项目称为已花费折旧费用。(如果财产帐户的增加额超过了当年的折旧，那么计提的全部折旧都必须被认为是“已花费”了的。)对尤里卡管道公司而言，1924一1926年的3年中，这种支出平均为$90000，在更长的一段时期中，支出的款额也非常接近这个数字。

长期折旧是废弃的一种形式—第二个问题是，为了满足整项资产最终完全损坏时的支出需求—换句话说，为了在未来的某一时刻进行大规模的更新换代—平时应该计提多少储备。满足这种需要是大

多数有关这个论题的理论讨论所认定的折旧费用的主要功能;我们的货物运输公司的例子就是这个观点(所有的固定资产帐户必须在第四年末更新)的一个简单应用。但是我们应该认识到，在实践中，这种全面报废和更新的现象是非常罕见的。典型的公司不会在长期中累积大量的现金储备，以备在工厂设备的有效使用年限到期时进行彻底.的更新。工厂不会真正报废，它们只是在不断地老化。那些完全废弃一个工厂的做法，十有八九是迫于所在工业部门特点、公司的境况或工厂所处的地理环境发生的变化，或是由于其他与实际折旧无关的原因。

这些变化反映了商业风险(businesshazards)的存在，其程度不受技术状况和会计方法的影响。换句话说，实际上长期折旧因素不如废弃风险来得重要，并且为废弃风险所吸收。这种风险从本质上讲是一种投资问题，而不是会计问题。它的存在不应该以扣减收益(象折旧费用一样)的形式来加以反映，而应该以减少对面临着这样一种商业风险的盈利能力所支付的价格来加以反映。应用以上结论来判定盈利能力—让我们试着将这些结论用于尤里卡管道公司案例的分析。我们已经发现平均每年的已花费折旧费用大约为$100000。没有迹象表明企业会在一个可预见的日期更换所有的工厂设备。相反，管道看来具有无限的寿命，因为公司不断拨款进行

维护、修理和改造。在这一点上，该企业类似于一家铁路公司的程度远远高于类似于货运运输公司的程度。根据我们的分析，只有那些已花费的折旧费用才应该从收益中扣除，剩下的折旧因素实际上只是废弃风险，它和所属油田可能开采殆尽有关。这是应该在计算出收益之后而不是之前考虑的问题。这个公司恰当的报表应为:

尤里卡管道公司(以1924—1926年数据为基础)($)

| 项目 |
| --- |
| 折旧前收益<br>已花费折旧费用，估计数 |
| 余额：盈利能力，面临包括废弃在内的商业风险， |

盈利能力的评价问题—公司的数字显示这一时期没有盈利能力。我们的数字则说明盈利能力大约为每股$7，这意味着企业具有相当大的价值。对这种盈利能力支付怎样的价格比较合适，取决于购买经营中企业的种种考虑。一方面包括利润增长的可能性，另一方面是各种各样的亏损风险，固定资产的废弃只是其中之一。如果，举例来说，认为20%的投资收益才足以补偿这些风险可以说是一种谨慎的态度，那么具有以上收益表现的尤里卡管道公一司股票的估计价值大约为每股}35。不过这个问题要

留到普通股估价的论题中进行详细讨论。这一章能达到提出以下论点的目的就足够了:对于尤里卡管道公司这个真实的例子，和货物运输公司A这个假想的例子一样，投资者确定一个与公司所采用的折旧备抵明显不同的折旧备抵既是很有必要的，也是可行的。“”

折旧备抵的不足—让我们分析一下与以上讨论的情形相反的例子，即，一些公司采用导致折旧备抵额不足的会计方法。应该特别关注现在非常流行的一种做法，即出于降低折旧费用从而提高报告收益这种明显的目的，大量冲销固定资产的价值。这种做法起源于1927—1929年的大繁荣，但是它的泛滥却出现在接踵而来的大萧条时期。我们选择了两个典型的例子供讨论。

例:1933年初，美国工业酒精公司和安全汽车供热和照明公司分别宣布了一项计划，根据这项计划，通过相应地降低法定资本和盈余总额，财产帐户的净价值被减计至$1。这一变化的结果可以通过以下简化了的资产负债表加以归纳:

减计固定资产的效应(单位：$1000)

| 项目 | 安全汽车供热和照明 | |
|---|---|---|
| | 减计前 | 减 |
| 工厂设备帐户 | 9578 | 9 |
| 减折旧 | 6862 | 9 |

| | | |
|---|---|---|
| 工厂设备帐户(净额) | 2716 | 1 |
| 无形资产和其他资产(净额) | 5016 | 1 |
| 对附属公司的投资，等 | 2330 | 2 |
| 净流动资产 | 4379 | 4 |
| 总计 | 14441 | 6 |
| 资本 | 9862① | 4 |
| 盈余 | 4362 | 1 |
| 意外储备 | 217 | 2 |
| 总计 | 14441 | 6 |

①98620股，平价$100。
②98620股，无平价。
③373846股，无平价。

美国工业酒精公司对所进行的簿记调整的效应给予了说明，即通过将固定资产价值减计至W，未来年份计提折旧费用的必要性就不存在了。不过公司提议通过冲减.收益来建立一个更换储备帐户，其冲减额应足以满足更换生产性设施的需要。公司认为赛300000这种费用对1933年来说已经足够了，这个数字可以和L932年为计提折旧而对收益进行的大约$900000的冲减作一个对比。

安全汽车供热和照明公司的公告更为离奇(。1932年公一司没有金十提折旧储备，因此这一年的

报告中出现了净利润，而1931年是亏损年，虽然1932年的折旧前收益比前一年还要低。1932年公司的年度报.告称:“‘通过在193?年12月31日消除固定资产的折旧，.所有扣除了营业费用和在此之.后后购置的资本性资产的折旧后的利润，将在你们的董事的决策下分配给股东，同时公司的流动资产不会有所减少:。”

折旧帐户中生出的收益—安全汽车供热和照明公司所采取的措施和我们假想的货物运输公司C的情况一样，后者将货车资产的价值减计至$1，从而不用对收益冲减折旧。我们曾经指出过，如果折旧事实上必须计提的话，它就不能从簿记事项中省略掉。安全汽车供热和照明公司的股东不会因为属于他的固定资产

价值被减计到了一文不值的水平，他的投资就会多赚一块钱。同样不能因为自欺欺人地认为已经不存在这些工厂设备，就可以自作聪明地省略维护和替换工厂设备的必要支出。让我们以类似于分析尤里卡管道公司的方法，考察一下安全汽车供热和照明公司的报表。在10年当中，已花费的折旧费用每年为$500000左右。这10年收益记录的大致情况如下:

| 项目 | 1922—1931年平均 | |
|---|---|---|
| 折旧前收益 | 1721000 | |

| | |
|---|---|
| 计提的折旧 | 669000 |
| 报告的收益 | 1052000 |
| “已花费折旧”(估计数) | 500000 |
| 股票可获得的现金收益 | 1221000 |

如果分析这家公司的时间刚好是在1933年这个变化无常的年份，那么判断究竟是长期的数字还是近期的数字对未来更有启示意义将是不可能的。但是无论对这个记录提出怎样的假设，有一点是很明确的，即折旧费用必须计提。如果无法期望公司以后会获得比1932年更好的结果，那么公司所表现出的盈利能力将是微弱的，因为对厂房设备的实际支出无疑将接近—如果没有超过的话—所报告的233000的“收益”。一旦利润有机会恢复到10年平均的水平，则在此之前对折旧费用的完全忽略，将导致对真实盈利能力的严重高估。

美国工业酒精公司的减计措施.并没有完全消除折旧费用对收益的冲减，但是公司采纳了设置“更换储备”的提议.以替代这种费用冲减，而这种储备是由董事们任意决定的。1933年，这种储备额确定为$300000。但是只要对此前5年的近似数字研究一下，这种数额的用于更换设备的费用在正常条件下的充足性肯定是值得怀疑的。

| | 1928—1932年报 | 根据1 |
|---|---|---|

| 项目 | 告的平均数* | 的1928— |
| --- | --- | --- |
| 折旧前净收益 | 2090000 | 20900 |
| 计提的折旧 | 1350000 | 30000 |
| 普通股获得的收益余额 | 740000 | 17900 |
| 每股收益 | 2 | 5 |

*从收益中扣除了某些被公司冲减盈余的项目。

在这个例子中，净工厂设备帐户(工厂设备总值减折旧)在5年间增加了$saooao(即从1927年底的$18800001)增加到1932年底的$19300000)。换句话说，花在财产扩充和更换方面的钱超过了$6750000这个折旧备抵总额。这种变化是大多数大公司的一个特点，随着时间的推移，它们的设备价值也往往不断增加。在任何情况下都应该坚持一个原则，即，根据法定会计准则计提折旧费用是真实反映企业状况的一个最基本的要求。公司通过任意的减计处理来减少这种费用是没有道理的，在投资者自己的个人计算中也不应这样做。因此，如果美国工业酒精公司恢复了它往日的获利能力的话，急剧地减少过去的折旧储备完全可能导致对真实盈利能力的误导性高估。

股票掺水做法的逆转—冲销固定资产价值的新政策与股票价值的新观念存在着有趣的联系。前者

是忽视资产价值、迷信报告的每股收益这种风尚的直接产物。大约一代人以前，当投资者通过分析资产负债表来确定他们持有的股票所依托的资产净值时，这个净值往往通过将固定资产按照远高于其真实成本的价值人帐而被人为地高估了。以平价发行的融资证券的价值因此而得以相应地高估。这种做法被称为“股票掺水”，在当时是最为华尔街所不齿的一种行径。

“股票掺水”一词现在已经从投资者的词典中完全消失了，从财务的角度看，这是一个始料未及的变化。然而风水倒转，战前由于高估财产价值而导致的误导性结果，现在通过与此相反的策略，即低枯资产价值，也同样能够获得。抹煞工厂一设备的价值，从而消除折旧费用，从而提高报告收益，从而增加股票价值。通过这样一种手法就能够确实增加证券的价值，这实在是一个匪夷所思的想法。但是华尔街却默认了这种异想天开的逻辑;公司的管理者自然不会拒绝这种举手之劳即可使收益表现为之改观的方法。

原则的总结—我们将以下几条原则作为对上述讨论的一个总结:

原则I:只有同时具备了下面两个条件，公司的折旧费用数字才可以作为分析的根据:

a.它们是根据有关固定资产的公平估价的常规会

计原则计算出来的

b.工厂设备帐户的净额在一段时期中要么有所增加，要么保持稳定。

原则2:如果折旧费用总是超过花费在财产上的现金支出，那么在分析家的计算中可以降低这种费用。在这种情况下，应将平均现金支出额作为一种暂定的折旧费用从收益中扣除出来，其余的折旧视为废弃风险的一部分，这种风险往往使得平均现金盈利能力的估计价值降低。废弃储备应通过投资者时企业支付的价格反映出来，而不是反映在固定资产的帐面价值或重置成本方面。

原则3:如果公司的折旧费用既低于对财产的平均现金支出，又低于适用于企业固定资产的公平估价的公认会计原则所规定的储备额，那么在分析家的计算中应该提高这种费用。

- **第36章耗损、其他摊稍费用及意外支出的储备**

矿储的耗损

在涉及到矿储耗损问题的案例中，公司和投资者在摊销备抵(allowanceforamortization计算方面的差别表现得最为明显。正如前一章所言，一家采矿公司由于耗损而冲销的资产金额是出于某些技术性的考虑而设定的，因此可能和股东的想法大异其趣。例:对霍姆斯特克采矿公司1925年以及1933年的财务表现的研究，可以说明这个观点。

| 项目 | 193 |
|---|---|
| 总收入 | 132 |
| 扣除折旧和耗损前的净收益 | 742 |
| 折旧和耗损 | 242 |
| 可用于股息分配的余额 | 500 |
| 市场价格(第二年3月) | 360 |
| 企业的市场价值(250000股) | 900 |

| 对应于市场价值的收益率% | 5.6% |
| --- | --- |

从表面上看，就反映过去一年的收益状况而言，1934年初的市场价格360似乎比1926年初的市场价格so更为合理。但是报告收益是建立在公司所计提的折旧和耗损费用的基础之上的，而这些费用与股票购买者对矿场支付的真实价格无关。用下面这种思路来考察这个案例将再一次给我们的分析带来助益，即，从企业家的角度出发，设想按照股票市场价格所指示的估价来购买整个企业的情形。

1926年，这种估价为$12500000。在这些价值中，他将以流

动资产的形式(也就是现金)收入大约$2500000，因此矿场和厂房只花了他$10000000。正是这部分资本投资是他必须要进行摊销的，即，从收益中提留资金以补偿消耗，同时在矿储耗竭之前获得适当的利润。在1926年，根据当时的开采生产进度，己开发的矿藏储量保证了矿业财产还可以延续最少11年的寿命。由于不断勘探出来的新矿藏的储量非常接近同期的开采吨数，因此有充分的理由预期，财产的寿命期会比下限年数长不少。不过，如果指望这个期限达到20年以上将是一种不够谨慎的估计。对这种类型的采矿企业而言，应用于机器和其他设备

的摊销比率通常应该和应用于矿场的比率相同，从理论上讲，厂房设备会和矿场具有相同的存续期间，并于期限届满时予以报废。

专利的摊销

从理论上说，对一项专利的处理方法应该和对一项矿业财产的处理方法完全一样，即，它对于投资者的成本必须在所剩余的寿命期间中通过冲减收益进行冲销。在实践当中，这种处理对于有价值的分析而言往往显得过于复杂了;首先，因为投资者无法确定，相对于公司的其他资产而言，他在各种专利上具体花了多少钱;其次，因为他不能准确地判断专利的保护期限届满对公司的经营会带来怎样的影响。

例:吉列安全剃刀公司基本专利保护期限到期之后，由于股票市场价值的大幅上涨，收益出人意料地在随后数年中增长了很多。与此相反的变化出现在美国阿奇公司的例子中，该公司曾经向美国几乎所有的铁路企业供应它自己拥有专利的机车用拱形砖。由于公司业务所特有的技术性质和公司有利的贸易地位，看好该公司的人们都确信，在1926年专利的保护期届满之后，公司仍可以掌握住它的客户。然而就在保护期结束后不久，竞争迫使产品价格剧烈下跌，收益随之锐减，股票价格也一落千丈。!

投资者的计算—在一般情况下，制造业企业所控制的专利的地位不会象在刚才所讨论例子中所表现的那么重要。一位企业的购买者会发现，在考察公司记录和前景的同时，对专利状况的问题进行一般的估量，而不是计算出一个用于扣减收益以摊销这些专利的确切基础，是一种可取的方法。换句话说，通常应该采用与处理长期折旧和废弃相类似的方法来对待专利，即，更多地将它们视作商业风险，而不是会计事项。因此从逻辑上讲，在分析盈利能力时，应该舍弃对公司财务报告中给出的专利摊销费用数字的考察，而只有在确定对企业支付怎样的价格才会和这些收益相称时，专利项目才应该得到考虑。这种意见因为一种日益普遍的公司财务方法—为了避免每年对收益的冲减而将专利价值减计至$1而具有了更强的说服力。如果公司不仅可能而且愿意通过一次简单的帐面转移而在任意时间消灭这种费用的话，为了专利的摊销进行认真的扣减显然是徒劳无功的。

例:美国霍夫曼机器公司在1933年以前的许多年中，通过逐年冲减收益来摊销公司拥有的各项专利的价值。这种费用每年都达到$200000以上，对普通股来说，相当于每股$1,1933年，公司将法定资本总额减少了$3500000以上，同时通过各种盈余调整注销了专利的全部帐面价值，并且恢复了$1500000以

上的收益盈余，这个数字约等于专利费用摊销在此前年份中冲减的收益额。结果是，每股的报告收益每年将增加$11

美国洗衣机公司将它为了摊销专利而计提的小额年度备抵冲减盈余，而不是收益。尽管这种做法很罕见而且和会计原则背道而驰，但是和我们有关这个论题的推理却是相容不悖的。

租赁物和租赁物改良的摊销

普通租赁业务中的承租人不会进行资本投资，他仅承担支付租金的义务，以换取对财产的使用权。但是如果租金的支付额远远低于财产使用权的价值，而且租赁安排的期限相当长，那么租赁权—人们仍这么叫它—就可能具有相当大的价值。油田的租赁一般按标准的方法来计算使用费，租金常常相当于产量的八分之一。如果在租赁物上开发出了大量产出，或者可以肯定存在大量产出，那么这种租赁权的价值就会大大高于其租金支付额即存在着很大的溢价(bonus)。这种租赁权的买卖方式与财产的收费所有权(fee一ownership)的买卖方式相同。在城市房地产的长期租赁交易中，也会出现类似的溢价—常常是在繁荣期。

如果一家公司在租赁物上而花费了成本，这种成本应该视为一种资本投资，并在租约的有效期中冲销。(在油田租借的情况中，冲销额根据产量而

定，而不是以时间为依据，因为产出自首次出油之后下降得非常迅速。)这些费用实际上是对财产所支付的租金的一部分，因此显然必须包括在当期营业费用中。

如果在租人财产上建造了建筑物，或进行了改造，或安装了固定物，这些变化被称为“租赁物改良”。因此它们的成本必须在租赁期内减计至零，因为租约到期之后它们将归土地所有者(land-lord)所有。出于这个目的而进行的每年的冲销被称为“租赁物改良的摊销”，它在某种程度卜具有折旧费用的性质。连锁店企业常常投人大量资金用于这种租赁物改良，所以由此导致的年度冲销在它们的损益帐户中可能具有明显的重要性。

1932年12月31日，F-W·伍尔沃思公司的资产负债表中包括了一个净估价为$41500000的“要在租赁期中摊销的自有建筑和租人房屋改良”项目。这些建筑物和租赁物改良的摊销对1932年收益的冲减额高达$2678400.

由于这些项目属于摊销类，它们遭到了和其他摊销项目一样的任意对待。通过每年冲减盈余来而不是冲减收益，或者通过将整项资本性投资减计至$1从而完全省除年度费用，一家公司能够将这些经营成本项目排除在报告的每股收益之外，从而使得后者看起来大得具有欺骗性。

意外和类似储备

过去，管理谨慎的公司习惯于在好年景下根据情况冲减一些收益，以补偿以后——通常是坏年景下—可能出现的特别亏损。这种政策的用意在于平衡繁荣期和萧条期的收益。从这个意义上说，这种做法和在第33章中讨论的子公司累积收益的用途相似。经验表明，这种人为修整真实收益的措施实在应该受到批评。有鉴于此，明智的财务观点—以纽约股票交易所为代表—坚持认为，企业管理者必须忠实地披露每年的经营结果，所有平衡和平均的处理应让股东来进行。设置意外和类似储备的目的及有关其用途的例子—不过在1931和1932年间，很多公司重新启用了意外和类似储备，其效应是大大模糊和混乱了这些公司的年度报告。设置这些储备有着3重目的:0)使亏损得以冲减盈余而不是收益;(2>掩盖实际发生的亏损;和(3)在某些时候为的是给以后年份的收益虚增创造条件。对美国商业酒精公司1931和1932年的财务报告进行深入分析，可以让读者更清楚地了解以上几点。

公司在年度报表中报告的这两年的经营结果如下:

| 项目 | 总额 |
|---|---|
| 1931年净亏损 | 597000 |
| 1932年净利润 | 586000 |

| 两年净亏损 | 11000 |
|---|---|

*以$20的平价价值为基础调整的结果。

考察这些数字，即使把两个萧条年份加在一起来看，公司似乎也只是略有亏损，而在1932年公司却实现了可观的收益。但是反映这一时期状况的资产负债表(简化格式如下表所示)却指示了一个大相径庭的结论。(注意一下，这一时期没有进行任何股息分配。)

这些资产负债表表明，两年中总共$11000的微不足道的亏损额仅仅是表面现象，而公司的盈余在此期间实际减少到了大约为$1600000，其中的大部分表现为流动债务的增加(表36一1)0

这两张报表之间存在的异乎寻常的反差，是损益帐户未包括众多的亏损和扣减项目所造成的，这些项目全都被冲减了盈余。这一本来简单的伎俩由于采用以下3个会计步骤而变得复杂了—使得不那么容易为股东所识破，这3个步骤是:

表36一l美国商业酒精公司的简化资产负债表．1930—1932

(单位：$1000)

| 项目 | 1930年12月31日 |
|---|---|
| | |

| | |
|---|---|
| 流动资产<br>减流动负债 | 2657<br>294 |
| 营运资金净额<br>固定和杂项资产减折旧 | 2363<br>6440 |
| 净资产合计额 | 8803 |
| 股本<br>杂项储备<br>盈余 | 3775*<br>256<br>14772 |
| 总计 | 8803 |

*按照$20的平价价值调整(报告中显示股本额$8500698，盈余为$46484)。

1.将大量的资金从股本转移到资本盈余。

2.从资本盈余转移不同数额的资金到各种储备。

3.将各种亏损冲减这些储备，并将另外一些亏损直接冲减盈余。

在1931年年底，美国商业酒精公司从股本里转移了$487.S万美元到资本盈余当中。随后公司用这个资本盈余帐户中的$57.6万美元注销了盈亏项目的累积赤字。1931和1932年在盈余帐户人帐的事项包括以下一些五花八门的非常亏损和调整。

前一年合同存货的跌价损失……………………….$145000

谷物期权交易的亏损……………………………881300
固定资产价值的跌价损失…………………………157000
容器重新估价所带来的亏损…………………………213000
开办费待摊余额…………………………………………73000
前一年的所得税…………………………………………54000
1932年原材料的超预算成本…………………………255000
薪资合同下的支付……………………………………40000
库藏股出售等亏损……………………………………46000
杂项(10个借项和1个贷项)……………………………117000
意外储备…………………………………………………400000
对盈余的冲减额，1931—1932年……………………$1588000
两年中的亏损，根据损益帐户数字……………………11000

盈余减少总额，1931—1932年……………………$l599000

显然，在这些被冲减盈余的费用中，相当大一部分实际上属于经营亏损，正是它们造成了流动负债额的大幅提高。应该进一步看到，公司向1933年结转了总额达}aooooc)的一项新的意外储备，这样本应反映在损益帐户中的未来亏损可以得到冲销。

因此，这家公司—其他很多公司也是一样—1931和1932年的会计程序不仅隐瞒了亏损的实际程度，而且企图低估随后年度的亏损或高估利润。}1

- **第37章收益记录的意义**

在前面的6章当中，我们的注意力集中于对损益帐户进行批评性的考察，以获得反映所考察期间经营结果的公平和确切的报告。分析家面临的第二个主要问题是，这种既往记录在作为未来收益的指示器方面的功效。目前，这个问题是证券分析领域中最为重要但也是最不尽人意的环节。说它最为重要是因为，我们对以往的记录所进行的费尽心机的研究的唯一实际价值在于，这种研究或许能够给未来的发展提供某些线索;说它最不尽如人意，理由是这些线索从来都不是完全可靠的，而且常常被证明是毫无价值的。这种缺点严重损害了分析家工作的价值，不过并没有完全消灭这种价值。有足够比例的案例说明，过去的表现仍是一个值得充分信赖的指南，这使我们有理由继续把它作为估价和选择证券的主要出发点。

盈利能力的概念—在投资理论中，盈利能力的概念具有明确和重要的地位。它包含了对数年间实际获得的收益的描述，以及认为除非出现特别情

况，否则近似于此的收益将在未来继续出现的合理预期。这种记录必须跨越若干年份，原因是，首先，持续和重复性的表现总要比昙花一现的表现更具说服力，其次，较长一段时期的平均数有利于吸收和中和商业周期的影响。

不过，我们必须在两种不同的平均值之间刻画一道界限，一是根据一组形形色色的不相关的数据计算出来的简单的算术结果，二是具有“正常”或“众数(modal)”意义的平均值，其内涵在于每年的经营结果具有明确的接近这个平均值的趋势。这两种盈利能力之间的对比可以从以下的例子中更清楚地得到说明:

1923—1932年调整后的每股收益数字(8)

| 年份 | S·H·克雷斯公司 |
|---|---|
| 1932 | 2．80 |
| 1931 | 4．19 |
| 1930 | 4．49 |
| 1929 | 5．92 |
| 1928 | 5．76 |
| 1927 | 5．26 |
| 1926 | 4．66 |
| 1925 | 4．12 |
| 1924 | 3．06 |
| 1923 | 3．39 |

10年平均： 4．36

上表显示的S}H·克雷斯公司每股大约$4.50的收益可以真正称得上是该公司的“预示的盈利能力(indicatedeamingpower)s,indicatedearningpower),理由是各个不同年份的数字对这个平均数的偏离有限。而另一方面，赫德森轿车公司$4.75的每股收益平均值只不过是从10个差别巨大的数字中归纳出来的，因此没有确凿的理由相信，1933年之后的收益和这个平均值之间会存在一种可识别的联系。我们在第1章中对J"I}凯斯公司业绩的讨论也可以得出与此类似的结论。

定量分析必须辅以定性的考虑—在研究收益记录时，一条重要的证券分析原则必须铭记在心:只有在得到对企业的定性调查结果的支持的前提下，量化的指标才是有用的。

在认定一家公司的业务可被称为稳定的时候，以往一记录具有稳定性并不足以得出结论。抛开任何数字不谈，对企业性质的考察是确定盈利能力具有内在持久性必需环节。斯塔贝克公司的例子可以很好地说明这一条附加标准的重要性，这个例子是我们在第2章讨论分析中的定性因素时引用过的。不过从另一方面来说，业务性质具有稳定性的企业年收益也可能波动相当大，不过，这条标准仍是将

平均值作为未来业绩的至少是粗略的指示器的合理前提。在这一点上，美国钢铁公司是一个突出的例子。该公司在1923一1932年的各年收益数字如下。

美国钢铁公司，1923—1932年({})

| 年份 | 普通股每股收益* | 钢铁产 |
|---|---|---|
| 1932 | 一ll．08 | 35910 |
| 1931 | —1.40 | 71960 |
| 1930 | 9.12 | 11609 |
| 1929 | 21.19 | 15303 |
| 1928 | 12.50 | 13972 |
| 1927 | 8.81 | 12979 |
| 1926 | 12.85 | 14334 |
| 1925 | 9.19 | 13271 |
| 1924 | 8.41 | 11723 |
| 1923 | 11.73 | 14721 |
| 10年平均 | 8.13 | 11870 |

*根据资本结构的变化有所调整。

与斯塔贝克公司mo-m9年的数字相比，以上的收益表现出较大的不稳定性。不过，在10年期间平均每股大约$R的收益对未来的意义，要比斯塔贝克公司每股大约$6.75的预示盈利能力大得多。这种更大.的可靠性来源于美国钢铁公司在所处工业部［］中

所占据的强大地位，同时还因为在这一时期的大部分年份中年产出的波动较小，这为计算美国钢铁公司的“正常收益”提供了基础。这种计算可以按以下方法进行:

近似数字

正常或通常的产成品年产量……………………………l300000吨

每吨产成品的总收入…………………………………….$100．O0

折旧前每吨净收益……………………………………….$12．50

按13000000吨计算的净收益…………………$160000000．00

折旧、债券利息和优先股股息……………………….90000000．O0

为8700000．股普通股留下的余额…………………70000000．O0

每股名义收益…………………………………………$8．00

由此可以看出，1923一1932年的10年平均收益接近于以明确定义的“正常产出”为基础的理论数字。尽管对于这样一种计算必须允许相当大的误差范围，但是它至少为合理地估计未来趋势提供’了一个

出发点。

当期收益不应成为评估的主要根据—公司当期收益对普通股市场价位的影响程度要大于长期平均收益。这个事实构成了普通股价格剧烈波动的主要原因，这些价格往往(虽然不是一定)随着年景好坏所导致的收益变化而涨落不定。显然，根据公司报告利润的暂时性变化而等幅地改变对企业价值的估计，就这一点而言股票市场是极不理性的。一家私营企业在繁荣的年景下，可以轻而易举地赚取两倍于不景气年份的利润，而企业的所有者决不会想到要相应地增计或减讨·他的资本投资价值。

这正是华尔街的行事方法和普通商业原则之间最重要的分野之一。由于投机公众明显地在对待这个问题的态度上误人了歧途，这种错误似乎会给较为理性的人们创造获利机会，即:在由于收益暂时缩减造成低价格时吸纳普通股，并在异常繁荣促成的膨胀价位上将它们抛出。

“击败股市(beatingthestockmarket)”的经典套路—我们这里所说的就是长期以来为人们所接受的“击败股市”的经典套路。显然坚毅的性格对于施展这种技巧是必需的，这样才有可能进行反潮流的思考和行动，同时也能够耐心地等待也许是数年才会出现一次的机会。然而，还有其他一些理由令这条看似简单的股票交易成功诀窍知易行难。在实际操作

当中，选择合适的购买对象和抛售的价位是一件困难的事情。以1921—1933年的市场长周期为例，一位投资者很可能在1925年底卖出股票，并在1926—1930年间持币观望，然后在萧条的1931年再度购人股票。这些步骤中的第一步就后来发生的情况而言，会被看作一个极其错误的判断，最后一步将带来最为令人不安的后果。在其他一些波幅没有这么大的市场周期中，这种严重的失算不太可能发生，但是对于怎样选择正确的时机应用“低买高卖”这个简单原则，总是存在着大量的问题。

此外，随着市场周期的循环往复，股票的内在价值会发生相当大的变化，当然，各种具体证券的变化要比整个市场所有证券的总体变化更大。因此，虽然就往年收益的平均值而言，某支普通股的售价显得过高了，但是此后这支股票的地位可能会大大提高，以致使得即使它在下一个萧条期中的报价高于目前的报价也显得合情合理。以低于正常价格购买证券时，相反的情况可能会出现。如果这类永久性变化不是经常发生的话，市场可能就不会对当期经营状况波动的反应如此之敏飞感。市场的错误在于，它假设所有一旦出现的这类变化都可能继续发展，或至少能够保持住;不过经验表明，这种情况只是例外，未来的趋势往往向与原先变化相反的方向回归。

分析家不能仿效股票市场的脾性，不分青红皂白地以当期收益为基础对股票进行估价。有时他可以着重重视近期数字而不是平均值，但是只有在已然掌握了这些当期业绩会持续下去的确凿证据的情况下，他才可以这么做。

平均收益与收益趋势—除了看重公司优异的当期表现之外，股票市场还对收益趋势指标格外关注。在第27章中我们指出过，这种突出趋势变量重要性的做法存在着双重危险—一是所设想的趋势可能会被证明是靠不住的;二是以趋势为基础的价值估计缺乏可供遵循的计算尺度，因此很容易被夸大。当平均值和趋势被应用于分析收益记录时，这两个概念之间存在着根本的冲突。下面这个简化的例子可以说明这一点:

| 公司 | 连续几年中的每股收益 | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| | 第一年 | 第二年 | 第三年 | 第四年 | 第五年 |
| A | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| B | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| C | 13 | 12 | 11 | 10 | 9 |

从这些数字来看，当在当期收益相同(在这个例子中是$7)的公司之间进行比较时，趋势越好、平均值越低;而平均值越高、趋势越差。它们向人们提示

了一个有关收益记录的理论和实践解释的重要问题:趋势对于未来的意义难道不是和平均值至少同等重要吗?具体来说，在判断A公司和C公司在之后5年可能取得的业绩时，难道认为A公司顺序出现$8.89,$10、,$11和$12,C公司顺序出现$7,$6,$5,$4和$3的理由，不会比认为将出现过去的平均值，即A公司为$4,C公司$10的理由更充分吗?

对这个问题的答案来自于人们的常识，而非严格的或高超的推理。A公司良好的业绩趋势当然必须加以考虑，但这不意味着增长曲线将自动延伸直到无尽的未来。相反，必须记住，自发的或正常的经济力量将削弱任何趋势无限延续的势头。2z竞争、管理规章、收益递减法则，等等，都是无限扩张力量的强大敌人;但是阻挡持续衰落趋势的一些因素的力量要弱得多。因此分析家不能相信有利的趋势将一往无前—这正是股票市场惯常的态度—而应该态度谨慎地展开分析，调查并确定导致优异表现的原因，同时权衡支撑着公司实力的具体因素和在持续增长道路上的主要障碍。

面对上升趋势时分析家应报持的态度—如果这种定性研究形成了有利的结论—这是经常出现的情况—分析家的哲学将促使他仍然将他的价值评估建立在往年收益平均值的基础之上;但是由于具有美好的预期前景，他当然愿意给这个平均值分配一个较

大的乘数。因此对A公司来说，他会考虑用以$4每股平均收益表示的合理价值，乘以一个可能高达16的系数。这样，结果会是一个大约为65的价值。目前，股票市场对突出的当期收益往往应用更为慷慨的乘数(比如20)，因此对A公司股票而言，市场价值将高达140左右。股票市场和分析家方法—这是我们对这个观点的定义—之间所存在的分歧总的来讲说明了这样一种情况:在正常的市场条件下，所谓“好股票”达到的价位在谨慎的学者看来很可能显得被过分抬举了。这并不意味着分析家确信市场的估价是错误的，他只是并不确信这种估价是正确的。他会把这种价格中的相当大一部分称为“投机成分”，寓意在于这部分价格对应的标的不是已经显示出来了的结果，而是期望的结果。(这个论题将在第39章中得到进一步的讨论。)

面对下降趋势时分析家应报持的态度—如果趋势呈现出绝对下降的势头，就象C公司那样，分析家会给这种不利因素分配较大的判断权重。他不应假设下滑的曲线不.久必会回升，同时他也不能将往年的平均值—比当期的数字要高得多—认定为未来收益的正常指示器。但是对于这种状况的影响他同样不应得出任何草率的结论，比如公司的前途无望，或收益最终肯定会完全消失，或股票因此而毫无可取之处或价值。面对这种情况，和前面一样，

对公司境况和前景进行一种定性研究对于形成这样一种认识十分必要，即，尽管收益每况愈下，在某种价格上—当然是一种相对较低的价格—该证券是否是一种合算的购买对象。我们将再一次让分析家设身处地从精明的企业家的角度出发，对某些私营企业权衡优劣利弊。

为了说明上述推理，我们将大陆烤制公司和美国洗衣机公司在1925—1933年的净收益记录列示如下:

| 年份 | 大陆烤制公司 | |
| --- | --- | --- |
| 1933 | 2788000 | |
| 1932 | 2759000 | |
| 1931 | 4243000 | |
| 1930 | 6114000 | |
| 1929 | 6671000 | |
| 1928 | 5273000 | |
| 1927 | 5570000 | |
| 1926 | 6547000 | |
| 1925 | 8794000 | |

美国洗衣机公司的利润状况呈现出持续下降的势头，而大陆烤制公司表现出来的趋势几乎同样糟糕。可以注意到，这些企业在1929年—大部分公司达到兴旺极点的年份—的利润量要比4年之前低一

大块。

根据这种表现，华尔街的逻辑容易得出这样的结论，即两家企业一定处于衰落的过程当中。但是这种极端的悲观态度是毫无道理的。从定性的角度研究一下这两家企业可以发现，首先，它们各自所在的工业部门具有持久的生命力和相当的稳定性;第二，它们分别在所在部门中占据着优势地位，而且财务实力雄厚。由此完全可以推断，1925-1932年间出现的不利趋势很可能是由于偶然或暂时的原因造成的，因此为了更准确地测探未来的盈利能力，判断的根据应该来自于数额可观的平均值，而不是看似无可救药的趋势C

赤字是一个定性而不是定量因素—当一家公司在某一年报告出现了赤字时，通常会计算每股赤字额，或把它和利息支付额联系在一起。例如，统计手册将说明，美国钢铁公司在1932年的收益是其所发行债券利息的“负12.40倍”，每单位普通股的赤字为$11.08。应该认识到，仅就这种数字本身而言，没有任何定量_L的意义;而且根据它们的数值计算出来的平均值常常存在严重的问题。

我们假设A公司普通股去年每股亏损$5,B公司的亏损为每股$7。两种股票的售价都是25。这些数字是否能从某种角度说明A公司的股票比B公司的股票更有价值呢?显然不能;因为如果假设回答是肯定

的，那么将意味着流通在外的股数越多，每股股票的价值越高。如果B公司发行2股新股以替换1股旧股，那么每股亏损将降低至$3.50，根据刚才提出的假设，每股新股将比原来的1股旧股价值更高。同样的分析也可以应用于债券利息表示法。假设A公司和B公司在1932年各亏损了$1000OOO.A公司发行有$4000000的利息率为5%的债券，而B公司则发行了$1000000利息率5%的债券。那么A公司的收益将是利息的“负5倍”,B公司则赚得了利息的“负2倍”。这些数字无论如何也不能认为是A公司债券不如B公司债券安全的一个证据。因为如果可以这么说的话，这将意味着债券发行的规模越小，债券的地位也就越低—显然这是荒诞不经的。

如果一个平均值是根据包含若干个赤字年的时期的数据计算得出的，这个平均值是否果真对盈利能力具有指示性就值得怀疑了。因为，各年度数字的巨大差异必然削弱平均值的代表性。由于30年代的大萧条中各个公司普遍出现赤字，因此对这个问题的考虑具有相当的重要性。我们建议采用以下这种可行的处理方法，也就是，只有考察期跨越连续10年以__L时，才进行平均值的计算。如果只能获得较短时期的收益数字，那么最好给出一个萧条前年份(例如1930年以前)的平均值，并单独列出1931一1933年的业绩。(后者可主要被看作是公司抗萧条能

力的一个定性指标。)在可计算10年平均值的案例中，将结果进行同样的分段计算也会是一种有益的补充。

直觉不应成为分析家的一种常规武器—如果没有出现什么形势逆转的迹象，我们将把过去的记录作为判断未来的基础。但是分析家必须密切注意任何发生形势逆转的蛛丝马迹。这里，我们应该明确区分猜想或直觉和普通的合理推断。先知先觉的能力是无价的财富，但是不能指望这种能力成为分析家的一种常规武器。(如果他具有这种能力的话，他就无需进行分析了。)人们只能期望分析家作出有限的预测，而这种预测来源于推理和通过理性思考所获得的经验。我们不能对证券分析家提出要求，比方说，要他能够预测到1915年之后香烟的消费量将大幅激增，或鼻烟工业具有惊人的稳定性;同样，他也无法预计到—我们用另一个例子来说明—两家大型的罐头公司会被允许独享产品需求增加所带来的利益，而没有受到无序竞争—这种竞争灭绝了收音机制造等的高速增长工业部门的利润—的侵扰。

对未来的分析应该言之成理，不能凭空猜刚—有关未来的分析推理的性质有些特别，它应该能够言之成理，而不能仅仅是凭空猜测。

例:我们以麦克运货车股份有限公司在1933年的境况为例，这一年，公司股票的售价相对于资产价

值和平均收益而言都低到了极点。1933年3月初年度报告公布之时，普通股的售价为每股$15。报告显示，普通股所拥有的净现金资产价值达到每股$12，净流动资产价值高达每股$ao。收益记录如下表所示:

($)

| 年份 | 普通股剩余收益 | 每股 |
|---|---|---|
| 1932 | —1480000 | —2. |
| 1931 | —2150000* | —2.9 |
| 1930 | 2008000 | 2.67 |
| 1929 | 6841000 | 9.05 |
| 1928 | 5915000 | 7.83 |
| 1927 | 4707000 | 6.60 |
| 1926 | 7716000 | 10.8 |
| 1925 | 8331000 | 13.6 |
| 1924 | 5083000 | 11.9 |
| 1923 | 5866000 | 13.8 |
| 平均 | 4284000 | 7.13 |

*将工具等项目特别减计至$1以前的数字。

**针对1925年12月31日发放的50%股票股息这个因素，进行了相应的调整。

从上表中可以发现，1933年3月，股票的售价仅

比每股对应的净流动资产价值的三分之一略高一点，也只比每股收益的平均值的两倍略高一点。

这家公司是一个重要工业部门中的龙头企业，因此完全有理由相信有朝一日它必将重新为所投入的资本赚取充分的利润。但是麦克运货车公司股票的低价格还反映了另一个反常现象。铁路企业投资水平下降的主要原因在于，机动运货车的竞争力不断提高，而且普遍担心这种竞争将继续蚕食铁路部门的业务。在这种背景下，载重运货车制造.企业的长期前景应该特别看好。因此在分析家看来，麦克运货车公司股票超低水平的价格是一种不可思议的现象。

巨额利润往往只是昙花一现—更多的时候我们会面对相反的情况，这时，分析家要做的事情是发现问题，对过去的繁荣是否能够无限延续提出质疑。

例:考察一下例如加布里埃尔制造公司(现在的加布里埃尔公司)和J'W·沃森(“稳定器公司”)这样的公司，它们分别从事着单一类型的汽车附件的制造。生产这种“小玩意儿”的企业的成功多是短命的，竞争和工艺的变化是时刻存在着的对盈利能力稳定性的威胁。因此对于这种企业，研究者可以断定，市场价格—它与现期收益和平均收益的比率处于居中水平—反映的是一种不可靠的对利润持久性的信

心，这种利润从性质上讲很可能只是过眼云烟。下表提供了赖以对这两家公司形成这种判断的相关数据

加布里埃尔公司($)

| 年份 | 普通股净收益 | 每股 | |
|---|---|---|---|
| 1932 | —107939 | —0.54 | |
| 1931 | —377844* | —1.89* | |
| 1930 | —98249 | —0.49 | |
| 1929 | —401427 | —2.00 | |
| 1928 | 427976 | 1.64 | |
| 1927 | 960331 | 4.80 | |
| i926 | 1033631 | 5.16 | |
| 1925 | 1334082 | 6.67 | |
| 1924 | 1086195** | 5.34** | |
| 1923 | 1237595** | 6.19** | |
| 1922 | 1161.751** | 5.81** | |
| 1921 | 569959** | 2.85** | |
| 1920 | 698158** | 3.49** | |

*计算了每股90美分的特别注销后的数字。

**前身公司的数据。

J·W·沃森公司($)

| 年份 | 普通股净收益 | 每股 | |
|---|---|---|---|

| | | |
|---|---|---|
| 1932 | —214026 | —1.07 |
| 1931 | —240149 | —1.20 |
| 1930 | —264269 | —1.32 |
| 1929 | - 323137 | —1.61 |
| 1928 | —348930 | —1.74 |
| 1927 | 503725 | 2.16 |
| 1926 | 577450* | 2.88* |
| 1925 | 502593* | 2.51* |
| 1924 | 29285* | 0.15* |
| 1923 | 173907* | 0.86* |
| 1922 | 142701* | 0.71* |

*前身公司的数据。

对于科蒂股份有限公司1928年的业绩表现也可以采取类似的考察方法。这是一家有着突出收益记录的公司，但是这些收益是由于一种化妆品商标系列成为流行品牌而带来的。这是一个女性变化无常的品味足以消灭或滋生利润的领域，因此所谓以往利润的猛增预示着未来更为丰厚的利润的推论，在这个案例中显得尤为错误，因为根据这个行业的特性，产品走红市场可能指日可待，然而在此之后，明显的衰退将—如果不是不可避免的话，至少也是可能性很大的—接踵而来。科蒂公司报表中报告的

一些数字摘录如下:

($)

| 年份 | 净收入 |
|---|---|
| 1923 | 1070000 |
| 1924 | 2046000 |
| 1925 | 2505000 |
| 1926 | 2943000 |
| 1927 | 3341000 |
| 1928 | 4047000 |
| 1929 | 4058000 |

在1929年最高价达到82之时，科蒂股份有限公司在市场上的售价高达$120000000，或30倍于公司的最高收益。而企业实际获得的投资(股本加盈余)总共为大约$14000OOOo之后几年的收益如下:

($)

| 年份 | 净收入 |
|---|---|
| 1930 | 1318000 |
| 1931 | 991000 |
| 1932 | 521000 |

这种推理方法的第三种形式可以应用于对1933年

酿酒厂股票发行的分析。根据其满负荷生产能力和预计的每桶利润计算，这些股票的当期和预期收益都相当高。但是无须具备什么特殊的天赋，一位分析家就可以有把握地预计到，大量的资本将涌入这个新兴工业部门，并最终带来过剩的生产能力和白热化的竞争。因此，实际现金投资不大可能持续地获得高额回报;此外，很多公司将会破产，而其他大部分企业将无法赚取足够的收益，以保持由于起初的成功所带来的乐观的市场报价。

- **第38章质疑或拼弃过去记录的特殊理由**

在分析一家具体的公司时，每一个决定经营成果的因素都必须得到深人的考察，以发现未来可能发生不利变化的迹象。这种过程可以通过引自采矿部门的几个不同的例子得到说明。对这些企业而言，有四个决定性因素:0)矿储的寿命，(2)年产出，(3)生产成本，和(4)销售价格。第一个因素的重要性已在前文中结合冲减收益的耗损费用问题进行了讨论。如果未来将要开采的矿体在位置、性质或等级方面不同于以前开采的矿体，则无论是产出还是成本都可能受到不利的影响。

例:霍姆斯特克采矿公司—在第36章中讨论霍姆斯特克采矿公司的案例时，我们曾经提到这样一个情况，即1930一1932年间利润的激增，是由于这一时期所开采矿体的品质，要高于以前开采的矿体。有关数字见表(38一1);

应该注意到，1932年碾磨的吨数并不比1926年高，因此150%以上的净利润增长完全是由于每吨较高的产出造成的。由此必然引发的问题是，能否期望有着采之不尽的富矿，或，由于开采富集度高但却有限的矿体是否代表着一种短暂的优越条件。年度报告对这个重要的问题缄口不言。在缺少这种信息的情况下，投机者往往只往好处想，但是谨慎为怀的分析家必须指出一种显而易见的严重危险，即，过去低品质和低产出的状况将会重演。

表38—1($)

| 年份 | 碾磨的吨数(千为单位) | 矿体的品质(按每盎计算，每吨金矿的产出 |
| --- | --- | --- |
| 1932 | 1402 | 7.07 |
| 1931 | 1404 | 6.36 |
| 1930 | 1364 | 6.18 |
| 1929 | 1438 | 4.53 |
| 1928 | 1417 | 4.63 |
| 1927 | 1372 | 4.87 |
| 1926 | 1416 | 4.11 |
| 1925 | 1590 | 3.77 |
| 1924 | 1670 | 3.67 |
| 1923 | 1652 | 3.87 |

卡鲁米特和赫卡拉联合铜业公司—卡鲁米特和赫卡拉联合铜业公司1927年的报告说明了矿体性质问题的另一个侧面。损益帐户报告了大约}2500000的收益(扣除了折旧，但未计提耗损)，按2006000股股票计算，每股为$1.24，这一年股票售价在14到25之间变动。对财务报告进行进一步的分析可以发现，大约60%的当年利润来自一家回收工厂的贡献，这家工厂从往年废弃的所谓“下脚料”—由于效率较低的冶炼作业产生—中提炼铜。从这些下脚料中提炼出的产品大约仅占铜的总产量的四分之一，但是它们的生产成本却远远低于从原矿中提炼这种金属的成本。大概的数字如下所示:

卡鲁米特和赫卡拉公司1927年经营结果

| 每磅大概利 | 产出的来源 | 产量，磅 | 售价(美分) | 大本(分) |
|---|---|---|---|---|
| 从原矿中产出的铜 | | 80000000 | 13.25 | 12 8 |
| 从回收工J一中产出的铜 | | 2870000O | 13.25 | |

原矿经营带来的每股收益……………………………………………0 .

回收工厂带来的每股收益………………………………………………………………0．74

……………………………………………………………$1．24

*扣除了折旧，但未计提耗损。

以上分析表明，卡鲁米特和赫卡拉公司状况的一个关键之处在于，下脚料积存中可提取的低成本铜的总量有多大。通过调查可以发现，按照1927年的提炼速度，这些积存仅够维持几年的回收生产。很显然，一旦这些下脚料被利用完毕，产出将下降，单位成本也会提高。因此，假设铜产品的销售价格不变，1927年的数字不能正确地预示卡鲁米特和赫卡拉公司的未来盈利能力。

自由港德克萨斯公司—自由港德克萨斯(硫磺)公司1933年的财务表现为分析家提供了同一个类型的分析课题，它同时还提出了另一个问题，即，在这种情形下，利用过去的盈利能力来支持新证券的销售是不是恰当的做法。1933年I月，公司为了筹集资金为装备一个从其他几家公司租人的硫磺生产矿区，以每股$100的价格发行了$2500000股息率为6%的累积性可转换优先股。

募集公告包括以下介绍:

1.根据1928—1932年的年销售量，硫磺储量的估计寿命为至少25年。

2.1928-1932年的收益平均为$2952501，或相当于优先股股息要求的19.6倍。

这些陈述的言外之意在于，假如硫磺的销售价格不变，可以确信公司在今后的25年中将赚取与过去年份中的收益差不多的利润。

但是，有关这家公司的真实情况却无法保证这种推论的正确性。公司往年的收益来自于两个矿区的经营，它们分别位于布赖恩山和霍斯金斯山。布赖恩山矿区所有权属于公司，它是公司利润的主要来源。但是时至1933年，这一矿区的寿命已经“相当有限”(上市申请书中的用词)，事实上矿储已经不太可能维持3年以上了。霍斯金斯山是从德克萨斯公司租人的。在支付完固定的每吨$1.06的矿区使用费之后，剩余利润中的70%以上要以租金的形式支付给德克萨斯公司。自由港公司销售额的一半要由霍斯金斯生产的硫磺产品支撑。即将开发的位于路易斯安那的大艾克里矿区所需支付的矿区使用费将高达净收益的40%左右。

在研究了这些内情之后，我们将认识到，自由港德克萨斯公司1928—1932年的收益状况与未来经营成果之间不存在什么直接的联系。公告中所称的

够用25年之久的硫磺储备，指的是一个和过去所拥有的储备相比，位于一个完全不同的地区、提炼生产的条件也大相径庭的矿区。从这个新项目中生产出来的硫磺需要支付大比例的利润分享式矿区使用费，而布赖恩山是自由港公司直接拥有所有权的资产，因此100%的利润归公司所有。

除了这个已知的高成本因素之外，还应该着重考虑这样一个事实，现在，自由港公司大部分的未来利润正期望由一个新的项目来实现。大艾克里矿区还处于设施配备阶段，尚未开工，因此它面临着许多处于开发阶段的企业所特有的风险。和布赖恩山相比，新矿的生产成本可能高得多，也可能低得多。从证券分析的角度来看，一个关键问题在于，如果分析涉及到两个很不相同的厂区，那么实际上面对的是两个不相干的企业。因此自由港德克萨斯公司1928—1932年的记录在和公司未来发展的相关性，不太可能高于一些完全不同的硫磺企业—如德克萨斯湾硫磺公司—的数字和这种发展的相关性。

再一次从企业家对证券价值的观点出发来考察这个问题，自由港德克萨斯公司的表现显示出这样一个有趣的推理过程。1933年6月，企业的市场价值约为$32000000(25000股每股售价125的优先股，和730000股每股售价40的普通股)。公司期待着从一个新矿区获得未来利润中的大部分，这个矿区是从3

家大型石油公司手中租人的，共花费了$3000000进行设施装备。可以想见，这些石油公司在租约的条款__仁会尽量争取多占些便宜。实际上，市场给一家仅投资了$3000000的新企业确定了价值高达$20000000或更高的估价。当然，这家企业最终证明自己具有至少6倍于投入资金的价值也是有可能的。但是从正常商业程序的角度看，对预估的未来结果支付如此丰厚的溢价实在是太不谨慎了。u

显然股票市场—就象法国谚语中的心脏一样—可以说出自己的一套理由。根据笔者的观点，只要这些理由过分叛离了理性思维和商业经验，普通股的购买者最后必然不可避免地要亏本，虽然暂时获得大量的投机所得是有可能的，或者一些运气的购买者长期只赚不赔。

产品的未来价格—以上3个例子与过去的收益记录所预示的产出量和经营成本是否会在未来持续出现有关。此外，我们还必须考虑可能探察到的有关产品未来销售价格的指征。这样做的时候，我们通常必须进人一个猜测或预言性的领域。分析家实际上很少能对未来的价格发表什么看法，除非他们已经背弃了合理预期的规范。不过有时，一些事实为颇具启示性的看法提供了佐证。围绕为我们提供了例子的采矿部门，我们可以谈一谈制锌企业在世界大战期间由于锌价高企而获得巨额利润的问题。巴

特和超级采掘公司在1915—1916两年间赚取了(折旧和耗损前)每股$64以上的收益，这是公司的锌产品价格高达每磅大约13美分的结果，对比之下，战前的平均价格约为5.25美分。很显然，可以肯定该公司的未来盈利能力将大大低于战时的数字;同样，也不能为获得平均或推测的“正常”收益，而将这些数字和其他任何年份的数字相提并论。

低成本生产商地位的变化—铜矿采掘工业提供了一个具有广泛重要性的例子。对这个部门的公司进行分析的分析家必须考虑这样一个实际情况，即，1914年以来，出现了为数众多的新的低成本生产商，同时，其他公司也由于冶金技术的进步而成功地降低了提炼成本。这意味着整个工业部门生产成本的“重心”已经全面降低。在其他条件不变的情况下，未来的产品价格将低于以往的水平。(天然橡胶工业部门可以更有力地说明这种变化。)从另一个角度看待这个问题，过去位居低成本生产商—即成本远低于行业平均水平—之列的采矿企业，可能已经失去了这种优势地位，除非他们的生产技术同样获得了重大改进。分析家必须通过谨慎估计未来铜价的走势，来将这种变化纳人到他的计算中去。

城际高速运输系统历史上的反常价格和价格关系—纽约市城际高速运输系统盛衰无常的历史，向人们展示了市场价格和分析家能够肯定的真实或相

对价格之间可能出现的种种背离。这其中的两次反差证明了这样一条经验:在存在某种具体原因的情况下，不能将当期和过去收益误认为是未来盈利能力的指示器。简单说来，这两个事件的具体经过如下:

在1918年之前的很多年里，城际高速运输公司非常兴旺。在截至6月30日的12个月内，公司在1917财务年度为它的资本股票赚得了每股葬26的收益，并支付了每股$20的股息。这些股票几乎全部被城际统一公司拥有，这是一家控股公司(过去称作城际一大都市公司)，它也发行了证券抵押信托债券、股息率为6%的优先股和普通股。将所属经营性公司的未分配收益计算在内，该公司的优先股每股收益大约为$11.50，普通股为大约$2.50。优先股的市场售价为60，普通股为10。这些证券市场交易活跃，有鉴于地铁交通业出众的增长率，金融机构纷纷向公众大力推荐这些证券。实际上，纽约股票交易所出版了一本精心策划(而且很贵)的小册子，详尽地论述了城际统一公司普通股和优先股对于投资和投机的价值。

稍加分析便可以发现，真实情况和表面现象相去甚远。新的高速运输设施是根据纽约市和城际公司之间签定的一项合同兴建的(该市还与布鲁克林高速运输公司签定了类似的合同)。一旦新的线路投人运营—计划是在第二年—城际公司的可获收益将根

据这个合同的要求，限制在1911一1913年一般收益水平上，后者大大低于当前利润。该市将有权从它对新线路的大量投资中获得高回报。等到应付款项(包括累积拖欠)都完全支付之后，纽约市和城际公司将平分盈余利润。不过，向纽约市的优先支付负担非常沉重，根据专家的测算，即便在最有利的情况下，至少要等到30年以后，公司才可能在盈余收益中分一杯羹。

下列简表38一1显示了这些内幕的重要性。

因此，事情的真相确凿无疑地表明，城际公司非但谈不上什么前途无量，相反，一年之内它的盈利能力注定会急转直下。到那时，控股公司优先股继续保持$6股息的可能性很小，而普通股在30年或更长的时期内将一无所获。面对这样的图景，从数学上可以肯定，城际统一公司两种股票的内在价值都要比它们当前的售价低得多。

表38—1城际高速运输系统($)

| 项目 | 1917年 |
|---|---|
|  | 910000 |
| 城际统一公司所占份额 | 880000 |
| 城际统一公司债券利息 | 352000 |
| 城际统一公司优先股的收益余额 | 582000 |
| 优先股股息要求 | 274000 |
| 城际统一公司普通股的收益余额 | 254000 |

| | |
|---|---|
| 城际统一公司优先股的每股收益 | 11.50 |
| 城际统一公司普通股的每股收益 | 2.50 |

*：与纽约市所签合同生效后的上限收益。

后来的事实不仅证实了上面这个批评意见—这是必然的结果—而且还证明了这样一个结论，即，当收益和价值的上限固定之后，经常出现的危险是实际数字要低于上限值。新地铁线路的开通适逢经营成本大幅上升，这是战时的通货膨胀所致;同时，正如所料，它侵蚀了老线路的利润。城际高速运输公司迅即被迫减少了股息分配，1919年股息完全被停付。紧接着，控股公司—城际统一公司—于1918年滞付了优先股股息。第.},_.}年，城际统一公司的债券利息支付违约，之后破产，就此消失，它的优先股和普通股全军覆没。两年之后，不久前还红红火火的城际高速运输公司，通过一个延长到期短期债券期限的“自愿”重组计划，勉强逃过了迫在眉睫的清算。当被延期的证券在1932年到期时，公司再度无力清偿本息，这一次清算人接管了公司财产。

在两次提出清算申请之间的10年里，公司的收益状况发生了另一个变化，有些类似1917年的情况卢1928年，城际公司报告了}3000000的收益，合普通股每股$8.50，其股票售价则高达620但是这些收

益包括了地铁部门的$4000000``优先支付拖欠”。后者代表了为弥补新线路初始运营的利润匾乏，城际高速运输公司从地铁收益中得到的有限收益。1928年6月30日，公司还可望得到的优先支付拖欠额只剩下非141.3000。因此城际公司股票可获得的所有利润都是由一个特别的收入来源提供的，而这种收入只能维持几个月之久。不过粗心大意的投机者却是将这种收入作为城际公司股票的恒久性盈利能力来进行资本化的，而分析将证明这种收益具有彻底的偶生和暂时性质。

- **第39章普通股的市盈率，针对资本结构变化的调整**

过去的很多章节都提及了华尔街在收益与价值关系问题上的观念。通常认为一支普通股的价值是其当期收益的一定倍数。这个倍数或乘数部分决定于当时的人气，另一部分决定于企业的性质和记录。在1927—1929年的牛市之前，10倍于收益是一个公认的衡量标准。说得更准确些，它是评价股票价值的一个常规出发点，因此除非是被认为非常出类拔萃的股票，才有资格享受高一些的比率，反之亦然。1927年开始直到1929年，10倍于收益的标准被一系列含混不清的尺度所取代:一方面，一个总的趋势是，普通股的评估价值要高于过去的水平。这个现象可以用一位金融界领袖的一句名言来概括，这句名言的意思是，好股票的价值应为收益的15倍而不是10倍。27还有个趋势是，不同类型的普通股在估价方面显得更加径渭分明。特别被看好的公司

群体，例如公共事业和连锁店，售价对当期收益的倍数非常高，大约为25至40倍。同样属于这种情况还有“蓝筹”股，它们对应着各个部门中的龙头企业。正如前文曾经指出的，这些慷慨的估价得以形成的原因是，想当然地认为过去或长或短的一个时期中的上升趋势将持续下去。

精确的估价是不可能的—不能指望证券分析对任何给定的普通股构造一个确定“合理价值”的一般原则。实际上，这种原则根本不存在。由于价值的基础太易于变动，因此即使是只能称得上基本准确的公式都无法形成。以当期收益为依据判断价值的整个思路看来都是无稽之谈，因为我们知道，当期收益是不断变化的。同时，乘数应该是10，或15还是30，说到底完全是主观选择的问题。

但是股票市场本身没有时间进行这种科学的思考。它必须先把价值确立起来，然后再寻找其根据。它的地位类似于一个毁约诉讼案((abreach一of一promisesuit)中的陪审团;对所考察的价值并没有什么正确的衡量方法，但是它们必须得到衡量并作出判决。因此普通股的价格不是精心计算的结果，而是各人反应的总体效应。股票一市场是一台投票器，而不是一台称重器。它对实际数据并不作出直接反应，只有当这些数据影响到买卖双方的决策时它才作出反应。

分析家在股票价格评估方面的有限功能—变化不定的真实情况和人们不可捉摸的想象力交互作用，这显然使得证券分析家通常无法对普通股价格作出判断。不过，在这个领域中他仍可以发挥一些明确的—虽然可能只是有限的—作用，以下就是其中有代表性的几个方面:

1.他可以建立起一个谨慎的或投资性的普通股枯价原则，它区别于投机性的估价原则。‘

2.他可以指出下列因素时某支特定的普通股佑价的意义:(a)资本结构;(b)收入来源。

3.他可以在资产负债表中发现一些影响收益状况的含义的特殊因素。

投资性股票最高估价的推荐标准—在对一支股票进行谨慎估价时，平均收益必须成为一个判断的根据。除此之外，这种估价

还应该得到任何可获得的有关未来的指标的支持。这种方法将传统的评估的出发点，或计算的基础，从当期收益转移到了平均收益—必须跨越不少于5年的时期，最好达到7至10年。这并不意味着所有平均收益相n}的普通股必然具有相同的价值。普通股投资者(即，谨慎的购买者)很可能对那些当期收益出众或有理由相信前景比较乐观的股票，确定一个较高的估价。但是我们的观点的关键在于，对于任何股票，对于所采用的乘数必须设置一个适当

的上限，以使得估价保持在谨慎估价的范围之内。我们建议，大约16倍于平均收益是投资性购买普通股可以支付的最高价格。

尽管这个原则从性质上讲不可避免地具有任意性，但是也并非完全如此。投资是以可证明的价值为先决条件的，典型普通股的价值只能根据既已形成的指标，如平均盈利能力，来加以证明。但是，如果说平均收益低于市场价格的6%，它还能够有效地支持这个价格，这是令人难以置信的。任何一个真正的投资者都不会认为这种市盈率就其本身而言是合理的。只有在未来收益将大大高于以往收益这种例外的情况下，这种比率才是可接受的。从传统的和最为有效的定义上讲，这种价值估计方法是投机性的。它已经脱离了普通股投资的范畴。

对于投机性购买来说，更高的价格也是可能的—必须清楚地理解这种区分的意图。我们的意思不是说为普通股支付16倍于平均收益以上的价格是错误的，而只是说这种价格将是投机性的。这种购买者很可能赚大钱，但这种情况只能解释为明智或运气的投机。进一步还可以这样说，很少有人能够在他们的投机操作中始终明智或走运。因此，我们可以提出一个实际意义不小的推论，即，习惯于以高于16倍于平均收益的价格购买普通股的人，从长期来看可能会大亏特亏。事实很可能是这样的，因为

在缺少这样一种检验机制的情况下，这些人会不断受到牛市的诱惑—在这种市场氛围中总能找到支持向普通股支付天价的特殊理由。

作为投资等级普通股的其他要求和由此引出的推论—必须指出，如果16倍于平均收益被当作投资性购买的价格上限，那么一般情况下，所支付的价格应该大大低于这个最大值。这促使我们回到曾被广为接受的适用于一般情况的比率—收益的10倍。我们必须同时强调的是，平均收益和市场价格之间的合理比率并不是普通股投资的唯一标准。它是一个必要的要求，但不是一个充分条件。公司的财务结构、管理和前景也必须令人满意。

根据这个原则，我们可以得出另外一条重要的推论，即:一项有价值的普通股投资也是一项诱人的投机。这么说的理由是，如果一支普通股能够满足谨慎的投资者的要求，即投资能够保值而且前景看好，那么这种证券的市场价值很有机会得到升值。

投机性和投资性普通股的例子—我们对普通股购买的投资标准的定义，在关于优质普通股方面有别于华尔街的做法。对于这些证券，价格一定会远远高于平均收益的16倍，更有甚者，无论售价多高，它们都会被归人“投资性证券”之列。根据我们的观点，向“最优秀的普通股”支付高价使得这些购买行为完全成为了一种投机，因为这种价格必须要

有未来的增长来支持其合理性。因此普通股投资操作—正如我们所定义的那样—将在市场中占据一个中间位置，它介于以下两种证券之间，即，由于品质成问题而具有投机性的低价证券，和虽然质量很高，但由于高价格的原因也具有了投机性的证券。

这些区别可以通过下面9个例子得到说明，这些例子取自1933年7月31日。A组:1933年7月由于高价格而具有投机性的普通股

(数据根据资本结构的变化进行了相应的调整)($)

| 项目 | 国民饼干公司 |
|---|---|
| 普通股每股收益： | |
| 1932 | 2.44 |
| 1931 | 2.86 |
| 1930 | 3.41 |
| 1929 | 3.28 |
| 1928 | 2.92 |
| 1927 | 2.84 |
| 1926 | 2.53 |
| 1925 | 2.32 |
| 1924 | 2.18 |
| 1923 | 2.02 |
| 10年平均 | 2.68 |
| 优先股 | (248000股 @140) |

| | |
|---|---|
| 普通股 | 35000000<br>(6289000股<br>@53)<br>333000000 |
| 总市值 | 368000000 |
| 32年12月31日有形资产净值 | 129000000 |
| 32年12月31日流动资产净值 | 36000000 |
| 以普通股价格为基础的平均收益 | 5.1% |
| 以普通股价格为基础的最高收益 | 6.4% |

*由于在帐面上，厂房和设备被减计至$1，因此这个数字应该允许一定的误差。

1929年，这些固定资产的净价值大约为$3000000。

B组：1933年7月由于不稳定的记录而具有投机性的普通股

(8)

| 项目 | B·F·古德里奇公司(橡胶) |
|---|---|
| 普通股每股收益*： | |
| 1932 | 一6.73 |
| 1931 | —8.01 |
| 1930 | —8.55 |

| | |
|---|---|
| 1929 | 4.53 |
| 1928 | 1.50 |
| 1927 | 17.11 |
| 1926 | —4.15 |
| 1925 | 23.99 |
| 1924 | 11.10 |
| 1923 | —O.88 |
| 10年平均 | 2.99 |
| 债券(平价) | 43000000 |
| 优先股 | (294000股@38) 11200000 |
| 普通股 | (1156000股@15) 17300000 |
| 总市值 | 71500000 |
| 32年12月31日有形资产净值 | 105300000 |
| 32年12月31日流动资产净值 | 43700000 |
| 以普通股价格为基础的平均收益 | 19.9% |
| 以普通股价格为基础的最高收益 | 160% |

*为了反映存货价值的实际变化．第一列中的数字有所调整。

**截止到1932年12月31日的9个月。

C组：1933年7月通过投资性定量检验的普通股*《8)

| 项目 | S*H*克雷斯公司 |
| --- | --- |
| 普通股每股收益： | |
| 1932 | 2.80 |
| 1931 | 4.19 |
| 1930 | 4.49 |
| L929 | 5.92 |
| 1928 | 5.76 |
| 1927 | 5.26 |
| 1926 | 4.65 |
| 1925 | 4.12 |
| 1924 | 3.06 |
| 1923 | 3.39 |
| 10年平均 | 4.36 |
| 优先股 | (372010股@10) 3700000 |
| 普通股 | （1162000股@33) 38300000 |
| 总市值 | 42000000 |
| 32年l2月31日有形资产净值 | 58300000 |
| 32年l2月31日流动资产净值 | 15200000 |
| 以普通股价格为基础的平均收益 | 13.2% |
| 以普通股价格为基础的最高收益 | 17.9% |

*岛港煤炭和纳什汽车公司的数字根据股票股息

的情况进行了调整。

对各个组的评价—列入A组的公司代表了所谓的上等或“蓝筹”工业企业，这些企业在ma一1929年的投机风潮中受到了格外的青睐。它们的特征是相对稳定或持续增长的收益、财务实力雄厚，普遍被认为前途辉煌。不过，这些股票的市场价格高于与它们的平均收益相称的水平。具体来看，在1923一1932年的10年中，最好年份的利润比1933年7月市场价格的10%还要低。这些证券的另一个特点是，对比实际资本投资而言，它们的售价中存在着大量的溢价。

在B组中分析的公司显然都是投机性的，因为它们的收益记录表现出强烈的不稳定性。在这些公司之间，市场价格与平均收益和资产价值的关系差异甚大。

C组所列的是能够通过有关投资质量的具体数量检验的普通股的例子。这些检验包括以下几类:

1.在10年期间商业条件波动巨大的情况下，收益表现出一定的稳定性。

2.平均收益与市场价格的比率恰当。

3.财务结构稳健，营运资金头寸充足。

尽管我们没有要求，以投资为购买目的的普通股的资产价值必须达到购买价格，但C组中的证券多少具有这种特点，也就是说，总体而言它们不会

以高于公司真实资源很多的溢价出售。

我们所设想的普通股投资，将局限于那些具有C组表现的那一类证券。但是在实际购买任何这类证券时，同时还应该要求购买者打心眼儿里认为，企业的前景至少是不错的。

对资本结构变化的考虑—在考察收益的过去记录时，如果是以每股的数字为基础的话，那么一个基本的要求是，这些数字得到了一些相应的调整，能够反映考察期内所发生的资本结构的各种重要变化。最简单的资本结构变化就是，由于发放股票股息和拆股等，普通股的数量发生了改变。这时，所需要做的是，根据目前的股数，重新计算整个考察期中的资本结构状况。(这种重新计算一般由统计服务机构进行，其他主体不会这样做。)

如果资本结构的变化是由于以相对较低的价格出售增发的股票(通常是由于认购权或认股权证的实施)或高级证券的转换造成的，这种调整会困难一些。对于这种情况，追加发行新股所获得的任何收入应该计算进此前各期普通股的可得收益当中。当债券或优先股转换成普通股后，过去对这些证券所支付的费用，现在将加人到收益中，而这个新的数字对应着更多的股数。如果新股以相对较低的价格发售，合理的修正办法是，允许销售收入的收益率达到例如6%至10%(除非以_七变化相当显著，否则

无须进行这种重新计算。)

有时，为了反映由于转换权或认购权证的实施，流通在外的未来股数可能出现的增加，必须对每股收益数字进行相应的调整。当其他证券的持有人拥有任何形式的选择权时，聪明的分析必须考虑到选择权的实施所可能带来的对普通股每股收益的负面影响。

例:分析一下巴恩斯代尔公司1926年的表现，可以说明这种类型的调整。

所报告收益:$6077000=$5.34/每股;

以流通在外的1140000股为基础。

但是，同时流通在外的还有可以按照每股$25的价格认购的1000000股股票的认股权证，新股出售收入将用于赎回利息率为6%、价值$25000000的债券。分析家必须假设这些权证得到了实施，调整后的结果如下:收益$7577000=$3.54/每股，以流通在外的2140000股为基础。美国供水和电气公司的例子可用以说明两种类型的调整(表39一1)0

A调整反映了1928,1929和1930年股票股息支付带来的变化。

B调整假设1934年发行的$15000000利息率5%的可转换债券全部实施了转换，这样收益将增加与利息费用同样的数额，但同时普通股股数也增加了750000股。(以上调整与由于折旧费用等问题—如前

文中的讨论—所引起的对报告收益的任何可能的修正无关。)

表39—1

| 年份 | 普通股的报告收益* | | | A调整 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 总额 | 股数 | 每股 | 股数 | 每 |
| 1933 | | | 1.37 | | $1. |
| 1932 | 2392 | 1751 | 1.42 | 1751 | 1.4 |
| 1931 | 2491 | 1751 | 2.80 | 1751 | 2.8 |
| 1930 | 4904 | 1751 | 3.10 | 1751 | 3.1 |
| 1929 | 5424 | 1741 | 4.00 | 1751 | 3.8 |
| 1928 | 6621 | 1655 | 3.49 | 1741 | 2.8 |
| 1927 | 5009 | 1432 | 2.69 | 1739 | 2.1 |
| 7年平均 | 3660 | 1361 | $2.70 | 1737 | $2. |

*股数和收益总额以千为单位。

在分析资产负债表时，普通股每股的帐面价值或流动资产价值应该进行相应的调整。这方面的技巧将在附录48讨论鲍德温机车制造厂的财务表现时向读者介绍。

对参与利益的考虑—在计算普通股可获收益时，应该对参与证券持有人的权利有一个充分的认识，参与权所对应的收益是否真正得到了支付必须

考虑。对管理合同的影响也应该进行类似的考察，这种合同规定，利润中的相当大比例将作为管理人员的报酬，这类似于投资信托安排。有时还会出现少见的涉及“限制性股票(restricted shares)”的案例，这些股票的股息取决于收益状况或根据其他因素而浮动。

例:特里可制品公司是一家大型的汽车附件生产企业，它以675000股普通股的形式融资，这其中的450000股(由董事长持有)起初在股息获得方面“有限制”。非限制股有权先获得每股$2.50的股息，之后两类股票再平等分享进一步的股息。不过，如果1925年以及其后年份中的收益达到了规定的数字，则会有一批接、一批的限制性股票不断从这种限制中解脱出来。(1933年底，共有iso000股从限制中解脱出来。)

下表中的计算演示了考虑上述情况的正确方法。

收益修正：(特里可制品公司)($)

| 年份 | 普通股收益 | 非限制股每股收益 | |
|---|---|---|---|
| | | A．忽略限制股 | B．考虑限制股的股息权利 |
| 1924 | 171000 | 0.76 | 0.76 |
| 1925 | 485000 | 2.15 | 2.15 |
| 1926 | 807000 | 3.59 | 2.86 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1927 | 1372000 | 5．00 | 3.52 |
| 1928 | 1778000 | 5.27 | 3.88 |
| 1929 | 2250OOO | 6.67 | 4.58 |
| 1930 | 1908000 | 5.09 | 3.94 |
| 1931 | 1763000 | 4.70 | 3.73 |
| 1932 | 965000 | 2.57 | 2.54 |
| 1933 | 1418000 | 3.78 | 3.21 |
| 10年平均 | 1292000 | 3.96 | 3.12 |

在蒙塔纳能源公司1921年6月以前的经历中，可以发现与特里可制品公司类似的情况。

- **第40章资本结构**

一家公司的总资本在高级证券和普通股之间的划分状况，对于每股盈利能力的意义有着重要的影响。一组假设的例子将有助于明确这个论点。出于这个目的，我们假定有3家工业公司A}B和C，每家公司的盈利能力(例如平均收益)都为$1000000。它们除了资本结构之外，其他方面全无二致。A公司的融资完全依靠ioo000股普通股的发行。B公司负担有$5000QO0利息率为5%的末清偿债券，并发行了1Q0000股普通股。C公司利息率5%的末清偿债券达到$10OOD000，另有100000股普通股。

我们假设债券的价值相当于它们的平价，普通股的价值相当于每股收益的10倍。则3家公司的价值如下表所示:

| 公司 | 普通股收益 | 普通股价值 | 债券价值 |
|---|---|---|---|
| A | 1000000 | 10000000 | |
| B | 750000 | 7500000 | 5000000 |
| C | 50000O | 5000000 | 1000000 |

这些结果非常令人关注。具有完全相同盈利能力的公司，看起来在价值方面相差悬殊，惟一的原因是融资的安排不同。但是资本结构本身是由企业控制者自愿决定的。这是否意味着，通过改变高级证券和普通股的相对比例，就可以随心所欲地提高或降低企业的公平价值呢?

任意搭配资本结构能够改变一家企业的价值吗?—为了准确地回答这个问题，我们必须极为审慎地核查前面的例子。在计算3家公司的价值时，我们假设债券的价值是它的平价，而股票的价值是它的收益的10倍。这些假设站得住脚吗?让我们先考察一下B公司的情况。如果在我们所设想的图景中没有什么不利的因素，债券很可能以高于100的价格出售，因为公司赚的钱相当于利息的4倍。这种融资债务的存在通常也不会影响普通股以10倍于往年盈利能力的价格出售。

不过有人会指出，如果B公司的股票价值达到收益的10倍，那么A公司股票价值对应的倍数应高于B公司股票，因为后者不存在在先债务。这样风险会比较小，相对B公司股票来说，较不容易受到收益滑坡的损害。这个观点无疑是正确的，但是同样正确的观点是，B公司股票对收益增长的反应更为敏感。下面的数字可以清楚地说明这个观点:

假设的 每股收益 每股收

| 收益额 | A公司 | B公司 | A公司 |
| --- | --- | --- | --- |
| 1000000 | 10.00 | 7.50 | (基数) |
| 750000 | 7.50 | 5.00 | 一25% |
| 1250000 | 12.50 | 10.00 | +25% |

B公司股票对可能的利润下降较为敏感这种弱点，得到了对可能出现的增长的较大的敏感性的补偿，这种说法不是也言之有理吗?进一步说来，如果投资者预期未来的收益会增长—这应当是他选择普通股的一个标准—一难道它不会选择一支能够从同样程度的增长中获益较大的股票吗?这样我们又被带回了前面的结论，即，B公司的价值要比A公司高$2500000或25%，惟一的原因是前者的资本结构中同时存在着债券和股票。

最优资本结构的原则—这个结论看似匪夷所思，但是普通股在市场中的真实遭遇却证实了这一点。深人一步分析一下这个矛盾的现象，我们会发现，这是由于存在于A公司资本结构中的可被称为过度简化(oversimplification)的问题所造成的。A公司的普通股显然包含了以B公司的债券和股票所代表的两种成分。A公司股票中的一部分说到底相当于B公司的债券，因此从理论上讲应该以相同的标准评判其价值，即:5%2'。而A公司股票的其他部分仍可以按10%的标准进行估价。根据这种理论上的

推断，A公司股票中两个部分的合计价值总额将达到$12500000-按照8%的平均标准计算，与B公司债券和股票的加总额相同。

但是在实际当中，A公司股票这种$12500000的价值通常不会实现。明显的原因是，普通股的购买者中几乎没有人能够认识到普通股中存在的“债券成分”;而且说白了，他们不需要这种债券成分，因此也不愿意专门为它多花钱。这个事实将我们引向了一个无论对证券购买者还是公司管理者都很重要的原则，即:

对任何企业来说，最优的资本结构中应该包括高级证券，其规模应以能够被安全地发行及能够被当作投资品购买为准。

具体来说，这意味着从股东的角度来看，假如$5000000的债券能够达到安全投资品的标准的话(根据第8章中推荐的优质工业类债券的严格的检验程序，其要求之一是公司的营运资金净额不低于$5000000)，那么B公司的资本结构安排要优于A公司。根据这个原则，所有资本来自普通股股东的贡献可能是一种过度保守的安排，因为与合理地借入部分资本相比，这种安排往往使得对股东而言，投人资金的回报较低。在大部分的私有企业中，一也存在类似的情形，一个被认为有利可图和恰当的政策是，谨慎地利用一定量的银行贷款以满足季节性

需要，而不是完全依赖自有资本来支持经营活动。

公司的做法造成了优质工业债券的短缺—此外，正如银行盼望着更多的季节性安全商业放款一样，投资者也欢迎实力雄厚的工业公司以销售债券的形式，为适当比例的公司资本提供支持。这种政策将增加市场中高品质债券的数量，为债券投资者提供更大的选择余地，并使得劣质债券的销售更加困难。不幸的是，近年来工业公司的做法导致了优质工业债券的短缺状况。实力雄厚的公司一般已经不再发行新债券，很多这类公司还清偿了旧债券。但是最具实力的工业公司的这种遏制债券类债务的做法;实际上在很多方面造成了投资者和投资政策的无所适从，即:

1.它造成了新工业类债券融资集中于实力较弱的公司。优质债券的相对稀缺，迫使投资银行销售更多的劣质债券，投资者也不得不购买更多的劣质债券，这将不可避免地导致灾难性的后果。

2.优质债券的短缺同时还驱使投资者进入优先股领域。根据前面曾经深入讨论过的原因(在第14章中)，优

先股在理论上讲是不安全的，因此从长期来看，它们将被证明是一种难如人意的投资媒介C

3.高级证券在很多大型公司的资本结构中绝迹(或几近绝迹)，这使普通股的投资品质有所提高，

但是它更大

地促进了投资者对普通股的需求。它使得大量股票的购买者是那些根据自己的情况原本应该购买优质

债券的人。这种状况进而为这些普通股超高价格的形成提供了表面的合理性;最后它有效地模糊了投资

动机和投机动机之间的界限，后一种动机使得很大一部分原先谨言慎行的投资者在1927一1929年间悠意忘形

资本结构头重脚轻的企业的收益评价—为了更进一步发展这个资本结构理论，让我们检视一下C公司案例。现在，通过假设$10000001)的债券将以平价出售，而股票将以10倍于每股$5的收益出售，我们为这家企业计算出了一个总计$I5000000的估价。但是有关债券价值的假设显然是错误的。两倍于利息费用

的收益无以保证工业类债券的安全性，因此投资者以平价购买这种债券是不明智的。实际上正是这个例子可以为我们的一个论点提供有效的证明，即两倍于利息的保障比率是不够的。如果这个数字是充足的—一些投资者看来相信这一点，那么一家业绩平平、收益占投资额10%的企业的所有者，可以通过销售利息率5%的债券回收他们的全部资本，

同时仍然拥有企业的控制权和一半的收益。这种安排对财产所有人来说是求之不得的，但是从那些债券购买者的角度看却是蠢到了家。

C公司的例子同时还有助于说明利息率对高级证券表面安全性的影响。如果面值$10000000的债券息票利率为7%，那么收益仅为高达$700001〕的利息费用的不到1.5倍。我们假设D公司发行了这样一种债券。一位粗心大意的投资者看到这两家公司的收益状况后，可能会认为D公司7%债券不安全而放弃它，因为债券的利息保障比率仅为1.43;但是以平价购买C公司债券却是可以接受的，因为他对两倍于固定费用的收益感到满意。这种厚此薄彼的做法并没有什么道理。这样的投资者实际上是仅仅因为息票率较丰厚就拒绝某种债券，仅仅因为利率低就接受另一种债券。然而关键之处在于，债券安全幅度的下限必须规定得足够高，以防止仅仅通过降低利息率就可使债券显得符合安全标准的可能性。对优先股的股息率显然也可以应用相同的推理。

由于C公司债券的超大规模所导致的不安全性，它们很可能以低于平价的大幅折价出售。我们无法确定这样一种证券的合理价位，但是我们曾经在第26章中指出过，通常不应该以超过70的价格购买一种由于安全性不足而具有投机性的债券。同样可能出现的问题是，过多债券的存在可能会妨碍股票以

10倍于它的收益的价格出售，因为谨慎的投资者如果看到出现不利变化时C公司将面临的巨大的财务风险，他们会对该公司的股票退避三舍。结果很可能并不象一开始所假设的那样，市场价值为$巧000OOO,C公司债券和股票的售价总额将低于12500000(B公司的估价)，甚至可能低于$10000000(A公司的估价)。

具有讽刺意味的是，我们看到这种对C公司不利的评估结果浮不一定会在市场中得到反映。如果投资者足够大意而投机者又足够狂热的话，C公司的证券完全有可能在市场上卖到$巧000000甚至更高。但是这种情形是难以为继和没有根据的。我们有关资本结构的理论认为C公司的安排在任何意义上都不是标准的或适当的。这说明，通过利用高级证券能够获得的利益肯定是有限的。在最优资本结构原则中我们已经表达了这个观点，因为，当高级证券的总量超过了能够安全地发行或作为投资品购买的规模之后，这些证券就不再构成一种优势了。

我们将A公司这种融资安排的特点形容为“过度保守的”;C公司的融资安排可被称为“投机性的”，而B公司的融资安排则可被称为“合适的”或“适当的”。

投机性资本结构中的杠杆系数(thefactorofleverage)—尽管投机性资本结构使公司

的所有证券都超出了投资的界限，但是它可能会给普通股带来一种明确的投机优势。C公司收益提高25%(从$1000000到$1250000)将意味着普通股每股收益50%的增长(从$5到$7.50)。由于存在这种关系，在好年景或市场景气的条件下，投机性融资的企业，市场的总价值将相对较高。反之，当然，在萧条期中它们的价值将受到更严重的低估。不过这种情况也包含着一个潜在的巨大优势，当它们以低估的价格出售时，价格上涨的空间将远远大于可能的降幅。

美国供水和电气公司普通股在1921到1929年间的记录，讲述了一个有关价值增值的近乎传奇的故事，故事发生的原因主要就是高投机性的资本结构的影响。这一时期中4个年度的财务表现归纳于下表:

美国供水和电气公司($)

| 项目 | 1921 | 1923 | 1924 | |
|---|---|---|---|---|
| 总收入*<br>对应于费用的净收益*<br>固定费用和优先 | 213574<br>6692 | 36380<br>12684 | 38356<br>13770 | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 股股息* | 6353 | 11315 | 12780 |
| 普通股的收益余额 | 339 | 1369 | 990 |
| 蹦1921年为基础：** | 92000 | 100000 | 100000 |
| | 3.68 | 13.69 | 9.90 |
| 普通股股数 | 6.5 | 44.75 | 209 |
| 每股收益 | 56.6% | 30.6% | 4.7% |
| 普通股最高价 | | | |
| 对应于最高价的收益% | 92000 | 100000 | 500O00 |
| | 3.68 | 13.69 | 1．98 |
| 报告的数字： | 6.5 | 44.75 | 41.9 |
| 普通股股数 | | | |
| 每股收益 | | | |
| 普通骰最高价 | | | |

*以千为单位。

**股数和价格数字进行了旨在消除股票股息和拆股影响的调整。

一位在1921年以6.5的最高价购买了1股美国供水和电气公司普通股的人，如果一直保留着公司分配的股票股息的话，那么他将在1929年当股票最高价达到m时拥有12.5股的股票。他起先的霉6.50将增值到$2,500。尽管普通股的市场价值提高了几乎40c)

倍，但总收入只扩张到了起先数字的2.6倍。普通股价值不成比例的急速膨胀是由几个因素造成的，按重要性大小顺序排列如下:

1.对该证券每股收益的估价大大高于一般水平。1921年，公司的资本结构表现出头重脚轻的形态;它的债券售价很低，普通股的每股收益不为人们所看重，主要原因是公司没有对第二优先股发放股息。到了1929年，由于公众对公共事业股票普遍的热情，普通股价格达到了最高收益记录的将近50倍。

A·E·斯特利公司($)

| 年份 | 折旧前净收益* | 折旧* | 固定费用和优先股股息* |
|---|---|---|---|
| 1933 | 2563 | 743 | 652 |
| 1932 | 1546 | 753 | 678 |
| 1931 | 892 | 696 | 692 |
| 1930 | 1540 | 753 | 708 |
| 1929 | 3266 | 743 | 757 |
| 1928 | 1491 | 641 | 696 |
| 1927 | 1303 | 531 | 541 |
| 1926 | 2433 | 495 | 430 |
| 1925 | 792 | 452 | 358 |
| 1924 | 1339 | 419 | 439 |

*单位为1000。

2.投机性资本结构有利于普通股从公司财产和收益的膨胀中获取大量的利益。几乎所有的追加资金都是通过高级证券的销售筹集的。可以看到，虽然总收入从1921年到1929年只提高了大约160%，旧有的普通股的每股收益余额却在同一时期增长了14倍。

3.利润率在这些年间得到了提高，这一点反映在净收益与总收入的较高比率上。在投机性资本结构下，新增的净利润对普通股格外有利。

其他例子:投机性融资企业在变化的商业环境中的境遇还可以通过对.A"E·斯特利制造公司的分析得到充分的说明，该公司是“一家生产谷物制品的公司。为了进行比较，我们还提供了对美国玉米制品公司的相应分析，后者是属于同一部门的一家资本结构保守的企业。

美国玉米制品公司($)

| 年份 | 折旧前净收益 * | 折旧* | 固定费用和优先股股息 * | 普<br>收 |
|---|---|---|---|---|
| 1933 | 1022 | 301 | | 72 |
| 1932 | 687 | 299 | | 38 |
| 1931 | 460 | 299 | | 16 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 1930 | 1246 | 306 | 22 | 91 |
| 1929 | 1835 | 312 | 80 | 14 |
| 1928 | 906 | 317 | 105 | 48 |
| 1927 | 400 | 318 | 105 | — |

*单位为1000。

资本结构(1933年1月)($)

| 项目 | A·E·斯特利公司 |
|---|---|
| 利息率6%的债券 | (4000000*@75)<br>3000000 |
| 股息率$7的优先股 | (5000O股@44)<br>2200000 |
| 普通股 | (21000股@45)<br>950000 |
| 总资本 | 6150000 |
| 1927—1932年平均收益，大约 | 900000 |
| 收益占1933年资本额的% | 14.6% |
| 普通股每股平均收益 | 14.76 |
| 以普通股价格为基础的收益% | 32.8% |
| 营运资金，1932年l2月31日 | 3664000 |
| 净资产，l932年l2月31日 | 15000000 |

*扣除了库藏债券估计额。

*这两个数字之间的差别是由于对l927—1930年间末清偿优先股的不同处理方

法造成的。

斯特利公司报表中最令人注目的特点是，普通股的每股年收益波动得异常剧烈。这个企业的经营性质显然决定了净利润将会大幅波动，但是由于普通股的规模与高级证券相比较小，因此这些波动对普通股的影响将成倍放大。29同时巨额的折旧备抵也相当于一项沉重的固定费用。因此，折旧前的净收益从1929年的大约$3266000下降到了1930年的$1540(0}一一大约下降了50%多一些，导致普通股每股收益从$84骤降到转3.74。美国玉米制品公司的净利润也同样变化频繁，但是较低的优先费用使普通股收益的波动远没有这么惊心动魄。

投机性资本结构可能导致对整个企业的过低估价—1933年1月斯特利公司证券的市场境遇，从实践的角度确证了我们在前文中对C.公司所进行的理论分析。头重脚轻的资本结构造成了债券和优先股的低价格，后者遭受的影响尤为严重，股息被滞付。其结果是，公司的总价值非但没有因为高级证券的存在而有所增加，相反，公司在市场中的售价大大

低于资本结构保守的美国玉米制品公司。(后一家公司的平均收益和市场价值之间关系正常。称这家公司的资本结构过度保守是不恰当的，因为年收益的波动性就是避免任何大规模高级证券的充分理由。另一方面，规模很小的债券和优先股不会带来什么特别的优势或弱点。)

对比美国玉米制品公司而言，A"E"斯特利公司的价值在1933年1月受到了低估，考察一下两家公司相对的流动资产头寸和总资源，可以进一步证实这个观点。斯特利公司的固定资产可能还包括一些未报告的无形资产，但是无论怎样计算，企业中的真实投资不会低于所有证券的市场价值总和的两倍。

在不利的市场条件下，像斯特利公司普通股这样的投机性证券的价格超贬，创造了在市场条件改善时价格飞跃的可能性，因为届时每股收益将急剧上升。可以注意一下，斯特利公司普通股1927年的报价为大约75，而一年之后售价接近3000

一个相应的例子—由于同样的原因导致价格剧烈变化的另外一个更为令人叹为观止的例子，是由莫霍克橡胶公司提供的。1927年，该公司普通股的售价为$15，低级证券的市场评价仅为$300000，而级别较高的优先股的市场价值为$19600000 1926年公司的销售额为纬6400000，亏损达$610OOOo 1927年，销售额下降到$5700000，但是净利润却达到了

$630000。分摊到数量很少的普通股头上，每股收益超过了$23。股票价格随即从1927年的最低价15，猛涨到1928年的25101930年，公司再度亏损了$669000，次年股票价格下降到了仅仅$40

对于一家投机性融资的企业，普通股股东所获得的利益—或所获得的获益可能性—是以高级证券持有人的利益为代价的。普通股股东经营中所使用的自有资金很少，却大量使用高级证券持有人的资金;在股东和债券持有人之间，存在这一种“要么我赚钱，要么你赔钱”的关系。普通股股东所处的这种承担相对较少义务的占便宜的地位，是所谓“利用股权地位”的一种极端形式。换句话说，他拥有对企业未来利润的“廉价要求权(cheap call)".

对“相对份额较小的”普通股的投机价值的考察——在我们讨论固定价值投资时，曾经煞费苦心地强调，当低级资本的相对比例很低时，高级证券持有人处在怎样一个劣势(可以说是不公平)地位。人们自然会问，在这样一种安排下，普通股是不是具有相应的优势，从而使它具有巨大的投机价值?这种探讨显然将我们完全带离了普通股投资领域，引导我们在机智甚或科学投机的王国中探险。

我们已经从A-E"斯特利公司的案例中看到，在不景气的背景下，投机性资本结构将导致高级证券和普通股的市场价格发生不利的变化。在这类时

期，普通股股东不会以牺牲债券持有人利益为代价立刻获得好处。这种形势显然降低了此类普通股所固有的投机优势。只有当暂时的不利条件导致了反常的低价位时才购买这种股票，这样的建议说说是容易的，但这实际上非常难以做到，因为它假设聪明的投机者总能探察并等待这些反常而短暂的时机。如果这个假设成立，那么无论他买的是哪一种类型的股票，都能赚大钱;在这种情况下，对他来说更为明智的做法是选择价格低廉的优质股票，而不是购买这些投机性较强的股票。

上述讨论的实践意义—看一下这个问题给实践所带来的启示。必须在大势或市场条件处于正常状态—即，不是明显的高涨或萧条—的背景下，才可以考虑购买投机性融资企业的普通股。如果0)进行了分散化，并且(2)在选择具有良好前景的公司时判断比较得当，理应看到购买这种股票的投机者在长期中获得相当大的利润。在进行这种购买时，对那些大部分的高级资本是以优先股而不是债券的形式存在的公司，显然应该偏爱有加。这种安排消除或减少了由于不景气时期的违约所导致低级股权血本无归的危险，使相对份额较小的普通股的股东得以保持他的地位，以待繁荣的回转。(但是，正因为优先股合同以这种方式便宜了普通股股东，所以对优先股股东自己来说，这种合同显然是不利的。)

不过，每次当我们购买这种证券时，我们都不能忘记，要想实现随后的繁荣所提供的全部利益，还存在着一种特别的实际困难。正如我们在分析可转换债券的类似问题时所指出的那样，一旦丰厚的利润出现，持有人将随即处于两难的境地，因为如果他想继续持有以获得未来的利润，就必须拿着已然在握的利润冒险。当价格上涨到令可转换债券明显丧失了纯粹投资的性质之后，这种债券也就失去了其独特的优势，与此类似，当价格持续上涨时，相对份额较小的普通股也越发身价百倍。在我们的莫霍克橡胶公司的例子中，以巧的价格买入股票的机智的购买者，术会打算在价格超过100之后仍继续持有—尽管它的报价确实达到了250-.一股票，因为在达到100的时候(或之前)，股票已经失去了投机性融资企业的低级证券的独特性质。

- # 第41章低价普通股，收益来源的分析(附注)

低价股

公众的脑子里，前一章所讨论的特征通常与低价股联系在一起。大多数投机性融资类型的证券的售价确实落在低价范围之内。当然，低价的定义具有某种任意性。低于每股$10的价格属于这一类，这是毫无疑问的;而$20以上的价格通常被排除在外;因此分界线将设置在介于$10和$20之间的某个价位。

低价证券在算术意义上的优势—低价普通股看起来具有某

种特有的算术意义上的优势，这种优势来自于这样一个规律:这些股票上涨的空间远远大于下跌的空间。证券市场的一个司空见惯的现象是，一支股票的价格从10升到40的可能性要大于从100升到《)0。这个现象的原因之一在于投资公众的喜好，与售价在100以上的股票相比，他们通常更偏爱价格

在10-40范围内的股票。但是同样起作用的还有另外一个因素，在很多情况下，低价普通股为它们的持有人提供了以较低成本在一家较大企业中拥有权益—或“发号施令”—的有利条件。

1931年1月，J-H·霍尔马斯公司—纽约股票交易所的会员—发表了一份统计研究报告，题为《利用低价普通股进行分散投资》，报告指出了与高价或“蓝筹”股相比，在证券价格回调的低谷或接近低谷时购买低价股所具有的上述优势。摘自这份研究报告的下面一段话总结了其研究结果和有关结论:

“对各个萧条年份中的股价趋势(在报告中列表说明，数据包括了低价和高价证券组在以下各年及其随后3年中的价格变化:1897,1907,1914和1921)的调查显示，低价股(我们选择了每股$12作为上限)相对所谓的龙头股来说上涨的幅度往往更大。在各考察期之后的3年中，低价股平均上涨了3.45倍，而龙头股是1.71倍。我们还做了一些工作以显示:对一组低价股投资任意数量的资金，经过一段时期以后，其结果要优于投资了等量资金的一组龙头股。”30

大部分低价股购买者赔钱的个中原因—因此，公众对“便宜股”的明显爱好看来具有内在的合理性。但是一个不容质疑的事实是，大部分购买了低价股的股民都赔了钱。这是什么道理呢?这种现象背后的原因是，公众所购买的是卖给他们的证券，

这种销售的目的在于让卖出者而不是购买者受益。由于这个原因，公众用低价格进行的大部分购买都属于误点鸳鸯，即，它们不具有这类证券的真正优点—或者因为公司的财务状况不佳，或者因为普通股表面上的低价格，只是并且实际上是相对企业规模而言股票超量发行的一种反映。对于在低价范围内发行的新股而言，后者是一个主导性的原因。在这种情况下，虚假的低价是通过一个简单的伎俩达到的，这个伎俩就是，大量发行股票，以至于即使价格仅为每股几美元，普通股的市场总值也属过大。这种现象在过去采矿企业普通股的发行过程中出现过，而1933年酿酒企业的股票发行中重又看到了这个问题。

对于一支真正的低价普通股来说，股票的市场总值相对于公司的资产、销售额和过去或预期利润而言应该较低。下面的例子将说明“真正的”和“虚假的”低价股之间的区别。

($)

| 项目 | 赖特一哈格里夫斯矿业有限公司(黄金开采) |
|---|---|
| 1933年7月： | |
| 普通股价格 | 7 |
| 流通在外股数 | 5500000 |

| | |
|---|---|
| 普通股总市值 | 38500000 |
| 优先股平价价值 | |
| 优先股市场价值 | |
| 1932年： | |
| 销售额 | 3983000 |
| 净收益 | 2001000* |
| 1924—1932年间： | |
| 最高销售额 | 3983000 |
| 最高净收益 | 2001000* |
| 最高普通股每股收益 | 0.36* |
| 营运资金，1932年l2月 | 1930000 |
| 有形资产净值，1932年12月 | 4544000 |

*计提耗损之前。

赖特一哈格里夫斯公司股票的低价格只是一种表面现象，因为实际上，和所有的财务指标相比，这种价格代表了一种对公司价值的极高评价。巴克兄弟公司却恰恰相反，因为在这个案例中，普通股所指示的$743000的估价相对企业的规模来说显得过低了。(还可以注意到，巴克兄弟公司的优先股也适用同样的看法，当报价为18时，它也具有低价普通股的性质。)

对股票市场的观察可以发现，面临清算的公司

的股票，常常比那些只是因为当期收益不佳而价格低靡的股票更为活跃。这种现象出现的原因是，内部人急于在清算将股票利益一扫而光之前把所持有的股票出手，这就造成了这些股票在低价位上的大量供给。内部人有时还会采取引诱不谨慎的公众购买的不端之举。但对于那些完全符合我们的条件的具有投机价值的低价股来说，通常不存在空方压力，也没有促进购买的人为努力。因此这些证券的交易并不活跃，也很少受到公众的关注。这些分析或许可以解释为什么公众总是购买一些错误的低价证券，而对这个领域中的真正机会却视而不见。

伴随着投机性资本结构的低价格—根据我们的定义，投机性融资企业的特征是，高级证券的相对规模较大，而普通股比较而言规模较小。尽管在绝大多数情况下，这种企业的普通股每股售价较低，但是如果股数很少，也不一定会这样。举例来说，对于斯特利公司(参考40章)而言，即使普通股的每股价格为$50，其资本结构仍是投机性的，因为债券和优先股的平价价值占到了资本总值的oo%以上。同样，即使没有高级证券的存在，普通股也可能具有与投机性融资企业中的普通股同等的机会。当相对于企业的规模来说，普通股的市场价值很小时，这种机会就会出现，无论企业的融资状况怎样。

为了说明这个观点，我们对曼德尔兄弟公司和

金贝尔兄弟公司的情况进行一个简要的分析，这是两家百货商店企业。1933年7月，两家公司的普通股售价都是50

金贝尔兄弟公司的数字代表了投机性融资企业的典型状况。而曼德尔兄弟公司的普通股之前不存在高级证券;不过尽管如此，普通股相对较低的市场总值，为该股票提供了和在金贝尔兄弟公司的资本结构中所能发现的相同的投机机会(尽管获益的幅度较小)。

($)

| 项目 | 金贝尔兄弟公司 | 司 |
|---|---|---|
| 1933年7月： | | |
| 债券平价价值 | 29100000 | |
| 优先股平价价值 | 16100000 | |
| 普通股 | (960000股@5) 4800000 | |
| 资本总值 | $50000000 | |
| 1932年业绩： | | |
| 销售额 | $72200000 | |
| 息前净收益 | —2710000 | |
| 普通股收益余额 | —5537000 | |
| 1924—1932年间： | | |
| 最高销售额(1930年) | 124600000 | |

| | |
|---|---|
| 最高普通股净收益(1924年) | 6118000 |
| 最高普通股每股收益(1924年) | 10.19 |
| 1933年1月31日： | |
| 流动资产净值 | 19100000 |
| 有形资产净值 | 76000000 |

大规模和高生产成本与投机性资本结构等效—这个例子引导我们拓宽了处于投机地位的普通股的概念。任何使得可供普通股分配的收益比例降低到一个反常的数字，从而使得普通股的市场价值相对企业业务规模来说低得反常的原因，都会导致投机性或边际性的地位。在降低可供普通股分配的收益比例方面，高得不正常的经营成本或生产成本，与超量的高级费用具有异曲同工的作用。以下3个假想的铜制造商的例子有助于更好地理解这个观点，并将就高产出与低经营成本的论题得出某些结论。

一个不言而喻的事实是，C公司的高生产成本与B公司的债券利息负担具有完全相同的效应(只要每家公司的产量保持在150000000磅并且相对的生产成本恒定。)

推导出的一般原则—上表也许在清楚地说明单位产出利润和“每美元股票市值对应的产出”之间的反向关系方面更为有用。

| 项目 | A公司 | B |
|---|---|---|

| | | |
|---|---|---|
| 资本： | | |
| 利息率6%的债券 | | S |
| 普通股 | 1000000股 | 1 |
| 产出 | 100000000磅 | 1 磅 |
| 生产成本(息前) | 1美分 | T |
| 每磅产出的利息费用 | | |
| 每磅产出的总成本 | 7芙分 | 9 |
| A | | 1 |
| 假设的铜价 | 10美分 | 1 |
| 每磅产出的利润 | 3美分 | 1 |
| 每股产出 | 100磅 | 1 |
| 每股利润 | $3 | S |
| 10倍子收益的股票价值 | S30 | S |
| 每$1股票市值对应的产出 | 3磅 | 1 |
| B | | |
| 假设的锎价 | 13美分 | 1 |
| 每磅产出的和j润 | 6美分 | 4 |
| 每股利润 | $6 | S |
| 10倍于收益的股票价值 | $60 | S |
| 每$1股票市值对应的产出 | 1磅 | 2 |

一个一般的原则是，单位成本越低，每一美元的股票市值所对应的产出越少，反之亦然。由于A

公司的单位成本是7美分，因此每磅产出所对应的股票市场价值，自然要比单位成本为9美分的C公司更高。反过来说，C公司每一美元的股票价值对应的产出要高于A公司。从投机技巧的兔度看，这个规律不可谓没有意义。当商品价格上升时，通常高成本生产商股票的涨幅，从比例的角度看，要高于低成本生产商的股票。上表显示，铜价从}o美分上涨到13美分，将促使A公司股票的市场价值上升100%，而B公司和C公司股票的市场价值将因此上升300%。与华尔街的普遍观念背道而驰的事实是，当股票购买者确信产品价格上升在即，并希望从这种判断中最充分地获利时，相对低成本生产商的股票而言，高成本生产商的股票方为上选。32这一与当销售额和利润的增加已被料定时，购买投机性融资的普通股更为有利完全一样。

收益的来源

“收益的来源”通常被认为与“业务的性质”是一回事。这个因素在很大程度上影响到公众对给定的普通股每股收益估价时所采用的标准。不同类型的企业在估价中采用不同的“乘数”;但是我们必须指出，随着时间的推移，这些差别本身也在变化。战前，人们对铁路股票的估价最为慷慨，原因是想象中的稳定性。1927-1929年间，公共事业类股票的售价与收益的比率最高，因为它们具有稳定的增长记录。

到了1933年，比率限制和对高经营成本的担忧使人们对公共事业股票的热情有所降温，最优厚的估价被授予那些在萧条期也保持着可观收益的、强大的工业公司股票。由于公司表现和受宠程度的不断相对变化，证券分析家不应草率地为估价某一类企业设定绝对的标准。我们还是必须重复那些老生常谈：过去记录越是突出，稳定性和增长性的前景越是乐观，每股收益的估价也就应该越大，同时切记我们的原则，即，高于16倍的乘数(即，“收益基础”低于6%)将把证券带离投资性价格区间。

一种特殊状态:3个例子—对于分析技巧来说，一个更容易出成果的领域是那些必须联系公司拥有的具体资产，而不仅仅是联系业务的一般性质，来研究收益来源的情形。当收益中的相当大一部分来源于投资持有或其他固定和可靠的来源时，这种研究将显得非常重要。为了说明普通股分析中这个非常细腻的侧面，我们将讨论3个例子。

北部管道公司—从1923一1925年，北部管道公司所报告的收益和股息如下:

| 年份 | 净收益 | 每股收益* | 股息支付 |
|---|---|---|---|
| 1923 | 308000 | 7.70 | $10，加$ |
| 1924 | 214000 | 5.35 | 8 |
| 1925 | 311000 | 7.77 | 6 |

*资本结构中有40000股普通股。

1924年股票的最低价为72;1925年最低价为67.5;1926年最低价是64:总体而言，这些价格稍低于报告收益的10倍，并且反映出人们对这些股票缺乏热情，原因是利润比过去几年有了明显下降，同时股息分配也有所减少。

不过，对损益帐户进行分析，可以对收益来源进行如下分类:33

($)

| 收益 | 1923 | | 1924——19 |
|---|---|---|---|
| | 总收入 | 每股收益 | 总收入 |
| 来源于：<br>管道经营<br>利息和租金<br>偶生项目 | 179000<br>164000<br>借35000 | 4.48<br>4.10<br>借0.88 | 69000<br>159000<br>借14000 |
| | 08000 | 7.70 | 214000 |

这个损益帐户与众不同的特点是，利润中的大部分来源于管道经营之外的业务。大约每股$4的稳

定收益来自投资利息和租金。资产负债表显示，公司持有将近$3200000(面额}so)的战时公债(LabertvBonds)和其他可转让金边债券，这些债券的利息收入约为40'ro}

这种情况意味着，对该公司的每股收益应该采用特殊的估价标准，如果采用通用的“}o倍于收益”的标准将导致荒谬的结论。面额$80的金边债券投资将带来每股$3.20的收益;如果根据10倍于收益的计算方法，这里的$80将仅仅“值”$32，这是十分可笑的。显然，对来自于债券持有的那部分北部管道公司的收益所采用的估价标准，应该高于对从波动的管道经营业务中获得的收益所采用的标准。因此对北部管道公司股票的合理估价可以遵循下表所使用的方法。管道业务收益由于表现出不利的趋势，因此估价上应采用较低的标准。利息和租金收益所采取的估价标准，应该和带来这些收益的资产的实际价值相称。这种分析表明，6a这个1926年北部管道公司的股票价格，大大低于股票的内在价值。

| 1923—1925年平均* | |
|---|---|
| 来自管道业务的每股收益 | $2.92 |
| 来自利息和租金的每股收益 | 4.10 |
| 总计 | $7.02 |

*未考虑偶生利润和亏损

2.莱.克华纳证券公司—这家公司是为了持有大部分的格伦·奥尔登煤炭公司利息率为4%债券而成立的，这部分债券起初被特拉华一莱克华纳一西部铁路公司所持有。该证券公司的股票被按比例地分配给了特拉华一莱克华纳一西部铁路公司的股东。证券公司流通在外的普通股股数为844一OOOa1931年12月31日，公司的唯一资产—每股$i的现金除外—就是面值为$51000000的格伦·奥尔登公司利息率为4%的第一抵押债券。1931年公司的损益帐户如下:

收白格伦-奥尔登公司债券的利息……………………$2084000

减去

费用………………………………………………………17000

联邦税…………………………………………………250000

普通股收益余额……………………………………1817000

每股收益………………………………………………$2．15

从表面上看，对于一支每股收益$2.15的股票来

说，23这个1932年的价格并没有什么特别之处。但是，这些收益并非来自于正常的商业或制造业经营活动，而是来自于对一种可被认为是高品质投资的债券的持有。(1931年，格伦·奥尔登公司赚取的可用于利息支付的收益达到$9550000，而利息费用仅为$2151000,收益为债券费用需要的4.5倍。)如果按照10%左右的标准估价这些利息收入的话，那么市场实际上将1美元格伦·奥尔登公司债券的面值估价为37美分。(莱克华纳公司股票每股23的价格，相当于格伦。奥尔登公司$60的债券面值34以3.7折的价格出售，外加$1现金。)

再一次，与北部管道公司案例一样，分析将确凿地表明，通用的10倍于收益的标准令人震惊地低估了这种地位特别的证券的价值。

3.弗吉尼亚烟草制品公司

和前面的两个例子一样，在这个例子中，公司在市场中的价值大约相当于最近一期报告收益的10倍。但是烟草制品公司1931年的收益完全来自于它出租给美国烟草公司的一项资产，这项资产从1923年起，在99年的租期内每年提供$2500000的租金。由于美国烟草公司完全有能力承担这项债务，因此这种年租金收入的性质与高品质投资的利息相同。这样它的价值应远远高于这种收入的10倍。这意味着，1931年12月市场对烟草制品公司股票的估价，

大大低于和公司的真实地位相称的估价。(按摊销的方法计算，这项租约的价值实际上大约为$35600000。公司同时还拥有美国雪茄商店公司大量的股票，这些股票后来被证明毫无价值，但是这些额外持有的证券并不会减损与美国烟草公司所签定的租约的价值。)

($)

| 项目 | 价格：19 |
|---|---|
| 资本结构 | |
| 2240000股股息率7%的A类股票(平价$20) | 6 |
| 3300000股普通股 | 2.25 |
| 总计 | |
| 1931年净收益 | …… |
| A类股票每股收益 | …… |
| A类股票的股息支付后，普通股收益 | …… |
| A类股票的股息支付 | …… |

这类情形的相对重要性—以上述例子为代表的研究领域在数量上的意义并不是十分重要，因为说到底，所考察的公司中只有很少一部分属于这种情况。不过，与此类似的情形却时有发生，这就赋予了这种讨论一定的实际意义。这种讨论的另一个用

处在于，它再一次说明了证券分析的批判性方法与股票市场流于肤浅和草率的反应和估价之间所存在的技术性差异。

两个方面的处理方法—如果有证据表明，某些特殊的状况—比如刚才所讨论的那些—容易造成股票价值在市场上受到低估，那么可以有两种应对方法。首先，对于证券分析家来说，这意味着一个机会，即他可以探察到这种低估，并最终从中获得利润。但是还有迹象表明，造成这种低估的财务结构有着不当之处，从股东的利益角度出发，这种错误应该得到纠正:像北部管道公司或莱克华纳证券公司那样行事的公司，其市场价值可能大大低于它们的真实价值，正是这个事实最有力地证明了，从企业所有者的角度看，它们的整个资本安排都是错误的。

从这些案例的本质上看，存在着一个一致性的基本原则(basicprincipleofconsistency)的问题。管道公司的大部分资本实际上被用于购买金边债券，因此是不一致的。莱克华纳证券公司的整个资本结构同样是不一致的，因为它将一种品质想来很高的债券—投资者可能愿意以一个公平的价格购买—替换成一种难以描述的股票证券，这种证券除非价格特别低，否则没有人愿意购买。(此外，这种结构还带来了沉重而不必要的公司所得税负担，烟草制品公

司也存在这种问题。)

真正的利益所在集团—即股东—必须认识到这类不合理的安排，他们应该坚持让这些不合常理之处得到纠正。3家例举的公司最终都这么做了。在北部管道公司，管道业务中不需要的资本，被以每股总计$70的特殊分配的形式返还给了股东。莱克华纳证券公司被彻底解散，库中的格伦·奥尔登公司债券被按比例分配给了股东，以替代原来的股票。最后，烟草制品公司进行了资本调整，以美国烟草公司的租约为担保发行了利息率为6.5%的债券，这样，这项固定价值资产就是由一种固定价值证券(后来的售价达到了平价)来代表，而不是由易受投机性影响的公司股票来代表。通过这些公司调整政策，真实价值很快在市场价格中得到了反映。

刚刚分析的这种情况，要求我们把注意力从损益帐户的数字转向资产负债表所揭示的某些相关特征。因此上文的主题—收益的来源—将我们带人了下一个研究领域:资产负债表。

注释

1.在缺少收益数据，或收益量被认为远远低于“正常”水平的情况下，华尔街人士才会被迫采用一种实际上更合理的评价方法，即，赋予平均盈利能力、营运资金等以更大的权重。但这只是一种例外的处理程序。

2.董事长的业务报告中有关这一交易的内容只有下面这一句话:“在电池商店多年没有效益的情况下，董事们以令人满意的条件将该商店安排出售。”

3.纽约股票交易所对这种做法进行了强烈的抨击。股票上市委员会的执行助理J.M.B.赫克西在1933年2月的一次讲话中这样表示:‘旧益蔓延的以(债券折价)冲减资本盈余或收益盈余的趋势不能再发展下去了。它歪曲了未来的损益帐户，向投资者隐瞒了真切的信息。我还没有发现有哪家公司出于正当的理由因为这个原因而冲抵盈余。如果必须这样做的话，债券折价也应该是一种冲减现期收益的费用。我认为，当一家公司用这类费用冲减资本盈余时，审计师应该拒绝证明这种帐目的准确性，即使附有说明也不行;当然可以有一种例外，那就是他从公司方面得到书面保证，无论该审计师以后是否还为这家公司工作，所有未来的年度报表都要在脚注的位置注明，这些债券折价和费用已被注销，以及如果没有这样做的话，应冲减所考察年份收益的费用额是多少。”

4.在1930年的报告中，资产负债表的措词从“商誉和商标”变成为“丁特克斯公司的商誉和商标”。

5.1933年4月，帕克和蒂尔福德公司的普通股从无平价改变为平价为$1。这个改变对应着法定资本

从$3278330减少到仅为$218722,从而使得其中的差额，$3059608，得以从股本转移到了资本盈余。根据其他公司进行这种处理的程序可以推断，这种调整之后的步骤可能将是把“丁特克斯公司商誉和商标”帐户减计至$1，并将现有的8200000(】价值冲减资本盈余。通过这种办法，人们最终会发现，广告等支出不是被冲减收益，而是被冲减法定资本。这个问题将在第35章中安排一定的篇幅进行讨论。

6.参见联合雪茄商店公司申请股息率为6%的累积性优先股在纽约股票交易所上市的申请报告，报告日期为1927年5月18日(申请号:#A一7552)0

7.即资产帐户经借计而增加，本应相应贷计的资本盈余由于发行等量的股票股息，立即全部转人了股本(即法定资本)帐户中，未以资本盈余的形式存在。—译注

8，这一点将在后一章中全面讨论。

9.报告中声明:“这一年的净利润包括了租赁物价值的增值”(给出了后一个数字)，但是没有说明增值的金额是任意计算的，而且增值发生在儿年以前。

10，因为在前面的一章中有一些对烟草制品公司利息率6.5%,20222年到期债券的赞许性评论，为了避免对前后文观点不一致的误解，我们必须指出，1930年该公司在这方面的管理状况发生了根本的改变。

11.1925年之后，沃伦兄弟公司的股票大幅上涨。因此从实践的角度来讲，知道公司1923年的真实收益大大低于报告收益这一情况，不仅没有用，反而会有害。这个例子再一次说明了我们的一个观点，即在投机的情形下，分析不是一个可靠的工具。

12.在可称得上是诈欺运动的市场操纵和虚假报告狂潮中，中州石油公司采取了同样的做法并作出了同样的解释，公司的股票因此在1919年上涨到了71.75，后又因为清算(1924年)和重组(1929年)而跌得一文不值。令人不禁称奇的是，为了使虚报的收益增加可信度，公司确实超额缴纳了大量的所得税。

13.可参见第12章中关于这种做法对债券利息保障比率影响的讨论。

14折旧或更新的年备抵额应该是多少，总的来讲是一个众说纷纭的棘手问题。亨利·E"里格斯教授在1922年发表的一项研究成果((公共事业财产的折旧》，麦格劳一希尔图书公司)倾向于支持不太保守的报废储备法(retirement一reservemethod)，反对直线折旧法。而威廉"Z·里普利教授的讨论中所持的观点正好相反(《主街和华尔街》，第172一175,333一336)。官方对这个问题的意见也不统一，州际商业委员会和国内收入署倾向于在铁路部门和所得税会计中使用直线折旧法，全国铁路和公共事业专员协

会则规定在统一帐户分类的基础上使用报废储备法。纽约州公共服务委员会向电气和煤气公司颁布的统一会计系统也规定使用前一种方法。总的来说，电力照明和煤气公司喜欢采用退废会计(RetirementAccounting)，电活公司则喜欢采用折旧会计(DepreciationAccounting)。如果想阅读一本有关这些争论的书，可参见艾利奥特·琼斯和杜鲁门·C·比格姆所著(公共事业公司原理》，第十章，特别是第478—494页，麦克米伦公司，1931年。即使假设美国供水和电气公司在它公布的报告中计提的备抵是充分的(有这种可能)，那么该公司从应缴所得税的角度看还是应该受到批评的，不仅如此，当用该公司的数据和其他折旧计提幅度更大的公司作比较时，前者的数据有必要进行重要的调整。

15.1932年，统一石油公司发生了相反的转变，即，它开始将无形钻井成本冲减资本，代替了原来的冲减收益的做法。这种较不谨慎的政策的结果是，该公司在这一年得以表现出少量的利润，如果采取原先的会计方法的话，这一年肯定要出现亏损。

16电影制片商损益帐户中的胶片消耗和摊销费用与石油储量耗损费用非常类似。制作一部电影的成本按照一种统计计算表对收益进行逐步冲减，根据这种计算表，影片发行后的头一年的收益就必须

吸收90%的成本。由于无论是一部新电影还是一口新油井，其成本都要在产品完成后很短时间内回收，因此这些“待摊”费用实际上是直接经营成本的伪装形式。

17州际商业委员会后来将切萨皮克和俄亥俄铁路公司在1926—1928年间计人营业费用的大量支出定性为资本支出(capitaloutlays)o1933年这项争端被提交给法庭解决，州际商业委员会的意见获得了支持。

18.1919年以前，公司每年的资产负债表所报告的固定资产总额是“减去折旧帐户—$300000"。显然这是当年的扣减额，不是累积总额。

19.在这个例子中，官方的折旧费用标准可不必修正，因为多年以来公司自己对计算方法进行很多项任意的改动。例如在1929年，折旧备抵额突然被削减到了$176000.(数据来源于向州际商业委员会的报告。)

20.对比1925年，1933年霍姆斯特克公司收益的大幅度增长的原因不仅在于较高的黄金价格，而且还因为这一年所开采的矿藏富集度高得多。后一种变化提示了这样一个问题:这种较优异的财务表现是否有望在未来保持下去，这是我们在以后的章节中将要讨论的一个论题。

21.一个参议院调查委员会(负责银行和货币问

题，调查“股票交易”)在1934年2月揭露了这样一个事实，即，在1932年2月和1933年7月间，在美国商业酒精公司股票上一直存在着为操纵股价而集合资金的行为。

22.参考第27章中我们对施莱特和赞德公司的例子的讨论。

23.加布里埃尔·斯纳伯制造公司的“A'，类无投票权普通股在1925年4月以每股$25的价格向公众发售，这个价格是前身公司在此前5年中平均收益的5.25倍。J-W·沃森公司(“稳定器公司”)的普通股最早是在1927年9月以每股$24.50的价格发行的，这个价格是前身公司在此前5年中平均收益的17.3倍。原始发行价格的评估基础的不同，部分是由于后一家公司表现出明显有利的收益“趋势”，另一个原因是1927年以收益为依据对普通股的估价结果，总体上要高于1925年应用这种方法所得出的结果。再者，从两家公司的当期和近期收益—这是市场最为看重的因素—来看，这种原始估价方法的差别并不显得过大。

24.由于自由港德克萨斯公司优先股相对而言规模较小，大约仅占公司市场总价值的十分之一，因此这里的分析将不会对公司高级证券的安全性发现疑问，而问题只是反映在普通股估价的合理性方面—从投资标准的角度判断。

25.有明显的迹象表明，内部人在1916-1917年间有意炒作股票，为的是在低收益期开始之前在高价位下把股票骗售给公众。在已知属于暂时现象的高收益期间，公司对优先股支付了全额股息，这从公司政策的角度看是无法解释的，但可想而知这是一个旨在抛售股票的伎俩。这种股息分配不仅对于利息率4.5%的债券持有人来说是不公平的，而且由于在此之前出现的某些变化，这些股息分配也是不合法的。(该案例在这个方面的问题在第20章中曾经论及。)

26.参见附录42对城际运输系统各种证券之间的价格关系的众多异常之处进行的简要讨论，即:

a.1919年，城际大都市公司利息率4.5%债券和城际统一公司优先股。

b.1920年，城际高速运输公司利息率5%的债券和利息率7%的债券。

c.1929年，城际高速运输公司股票和曼哈顿公司的“修改(modified)"股。

d.1933年，城际高速运输公司利息率5%的债券和利息率7%的债券。

e.1933年，曼哈顿公司的“修改”股和曼哈顿公司的“未修改”股。

27.根据(华尔街日报)1928年3月26日的刊载，这一论述原话的出处是:““根据道·琼斯平均指数，通用

汽车公司的股票，’拉斯科布先生指出，‘应该以15倍于盈利能力，或每股$225左右的价格出售，而
按照目前$180的价位，它们的售价仅相当于当期收益的大约12倍。”，

28.意指收益与价值的比率。—译注

29.1934年该公司宣告发放100%的股票股息，这样普通股的股数翻了一番。

30.为了严格准确起见，应该注意到研究结果不是显示了高达345%的“上涨”，而是从100%的水平上涨到345%的水平。这个实际情况在表中可以看得很清楚，但在引文中语焉不详。

31.虽然曼德尔兄弟公司的损益帐户和资产负债表都显示不存在高级证券，但是应该认识到，该公司的固定租赁债务在某种程度上相当于金贝尔兄弟公司的债券。这个观点曾在第17章中讨论过。

32.由于铜价从10美分上涨到13美分而导致的B公司股票价格从巧上涨到60，这种市场行为本身是完全没有道理的，因为通常并没有什么力量能够保证较高的金属价格将会长久地维持下去。不过，因
为从实际来看，市场确实按照这种非理性的方式运行，因此投机者必须在他的计算中考虑进这种变化。

33.虽然公司提供给股东的报告中信息量很小，但是完整的财务和经营数据在州际商业委员会有案

可查，而且这些数据向公众开放。

34.它等于公司拥有的债券面值除以流通在外的股票数—译注。

- **第42章资产负债表分析:帐面价值的意义**

在讨论资产负债表在证券分析中所扮演的角色之前，我们首先要介绍几个概念。一支股票的帐面价值指的是，资产负债表所反映的属于股东的资产价值。这个概念通常限定于有形资产，即，在计算中将例如商誉、商标名称、专利、特许权和租赁权等排除在外。帐面价值也叫做“资产价值”，有时还被称为“有形资产价值”，以明确无形资产不包括在内。对普通股来说，它还经常被称为“股权(equity)"。

帐面价值的计算—一支股票的每股帐面价值可以这样计算:将所有的有形资产加总，减去所有的负债和优先级别高于普通股的股票，然后除以股票总数。

在很多情况下，可以通过下面的公式快捷地计算出答案:

普通股的每股帐面价值=查i矍

盈余项目一无形资产价

股票总数

所谓盈余项目不仅包括明确地标示为盈余的项目，还同时包括股票的溢价和那些构成盈余的一部分的储备。它将包括，比如说，优先股清偿储备、厂房修缮储备和意外储备等。具有这类性质的储备可被称为“自愿储备”。

美国钢铁公司普通股1932年12月31日帐面价值的计算

简化资产负债表。l932年12月31日(单位：百万)

资产

1．财产投资帐户(减折旧)……$1，651
2．矿山使用费…………………………69
3．递延费用*…………………………2
4．杂项投资…………………………l9
5．普通储备基金资产………………20
6．流动资产…………………………398
7．普通股……………………………870
8．优先股……………………………360
$2159

9．普
10．
11．
12．
13．
14．
15．
16．
17.未
$215

有形资产……………………………………………
$2159000000

减去:所有的优先级别高于普通股的负债(第8,10,11,12和13项加总)524000000

优先股累积股息
……………………………………………4504000

普通股拥有的净资产
……………………………………1630496000

每股的帐面价值(以8700000股为基础)$187.40

*关于递延费用到底是无形还是有形资产的问题，可以引发很多争论。但是由于这种费用几乎都很小，因此这个问题并没有什么实际的重要性。当然，较为简便的方法是将递延费用一并计人其他资产中。不过标准统计公司将它们排除在外。

还有一种通常比上述方法更为简单的方法，如下所示:

普通股…………………………………………
$870000000

盈余和自愿储备

(第9、14、l5、l6和17项的加总)

………………………………765000000

$1635000000

减优先股累积股

息……………………………………………….45040130

属于普通股的净资产…………………………………….$1630496000

计算普通股的帐面价值时对优先股的处理—在计算属于普通股的资产时，必须小心地以恰当的估价将优先股扣除。通常，这种估价是按出现在资产负债表中的平价或设定价值计算。但是在越来越多的情况下，优先股在资产负债表中按照任意的价值人帐，这种价值大大低于优先股所带来的真实负债。

岛港煤炭公司发行有一支平价为非1的优先股，这支股票有权获得$6的年股息，并在公司解散时享有每股$120的要求权。1933年，这支股票的价格在90左右。因此，在计算岛港煤炭公司普通股的资产价值时，对优先股不能按每股$i进行扣除，而应该按每股$ioo这个它的“真实”或“有效”平价进行扣除。可口可乐公司在1929年以股票股息的形式发行了1000000股A类股票(实际上是优先股)，该股票有}3的股息，且具有累积性，并可以按$52.50的价格提前赎回。股票没有平价，设定价值仅为每股$5.1929年12月31日的资产负债表显示如下:

固定资产，减折旧…………………………………….$6306000

杂项资产……………………………………………………427000
流动资产…………………………………………………16964000
配方、商标、商誉…………………………………21931000
A类股票（194000股按成本计算)……………………9434000
总计……………………………………………………$55062000
流动负债…………………………………………………2729000
意外和杂项经营储备……………………………6687000
A类股票（10000000股)………………………………5000000
普通股（10000000股)………………………………-25000000
盈余…………………………………………………15646000
总计……………………………………………………$55062000

很清楚，给A类股票设定的$5000000的帐面价值与这种股票的真实地位完全没有联系。事实上资产负债表中存在着一个令人吃惊的矛盾，因为在资产中包括了总价值高达$9434000的194000股A类股票，而作为负债，全部的1000000股股票却仅仅以$5000001〕的价值人帐。这是一种荒唐的会计方法。根据普通的股息率为$3的优先股的一般情况，可口可乐公司A类股票的真实平价价值显然为每股$50。没有将A类股票按照合理的数字计入资产负债表的原因是一目了然的，因为如果这样做的话，这一项目就将超过公司所有资产—包括无形资产—的净额，使普通股的帐面价值出现负值。

在所有类似上例的案例中，优先股的“有效平价价值”必须依据它的股息率合理地计算出来。一个有充分根据的看法是，应该按照统一的股息率标准，比如6%，来估计所有的优先股的平价。这也就是说，总额为$1000000、股息率为6%的优先股的评估价值为$1000000，总额为$1000000、股息率为4%的优先股所具有的有效价值应设定为$667000，而总额为$1000000、股息率7%的优先股的有效价值应为$1167000。但是，更方便的方法当然是采用平价价值，在大部分情况下，按照这种方法获得的结果也足够准确。’

优先股帐面价值的计算—在计算优先股的帐面价值时，它被当作一种普通股来对待，而对所有优先级别比它低的证券都不考虑。以下根据图比兹·查特尔公司1932年12月31日资产负债表所进行的计算可以说明这一原则。

图比兹·查特尔公司1932年12月31日资产负债表

| 资产 | | 负债 |
|---|---|---|
| 财产和设备…………… | $19009000 | 股息率7 |
| 专利权，工艺等…………… | 802000 | (平价$10 |
| 杂项资产…………………… | 478000 | 股息为$ |
| 流动资产………………… | 4258000 | (平价$1) |
| | | 普通股( |
| | | 债券类 |
| | | 流动负 |
| | | 折旧等 |
| | | 盈余…… |
| | | |
| 总资产………………… | $24547000 | 总负债$ |

第一优先股的帐面价值计算如下：

总资产……………………………………… $24547000

减：无形资产…………………………….802000

折旧等储备…………………………………

11456000

债券……………………………………………

2000000

流动负债………………………………………613000

等于14871000

第一优先股对应的净资产………………………………………$9676000

每股帐面价值………………………………………………………$387

另一种方法：

股本平价………………………………………

$2930000

加：盈余………………………………………………………7548000

等于$10478000

减无形资产………………………………………

802000

第一优先股对应的净资产……………………

$9676000

出于折旧和杂项目的计提的储备规模非常大，而且其中可能包括一些应该属于盈余的任意备抵。但是在缺少具体证据的情况:下，所有这些储备应从资产中扣除。

根据上面的数据，第二优先股的帐面价值可以

很方便地计算如下:

第一优先股对应的净资产…………………………$9676000

减：第一优先股平价总额……………………………………2500000

第二优先股对应的净资产…………………………$7176000

每股帐面价值……………………………………………$52．75

在计算普通股帐面价值时，如果按照毫无意义的$1的平价对第二优先股进行扣除将是一个明显的错误。考虑到股息率为$7，该优先股的“有效平价”应为每股$100。这样将没有属于普通股的资产，因此它的帐面价值为零。

流动资产价值和现金资产价值—除了已为大家所熟知的帐面价值的概念之外，我们还要介绍两个具有类似性质的概念，即流动资产价值和现金资产价值。

一支股票的流动资产价值指的是，速动资产减去所有优先级别高于该股票的负债和要求权。这个概念不仅不包括无形资产，而且还排除了固定资产和杂项资产。

一支股票的现金资产价值指的是，现金资产减

去所有优先级别高于该股票的负债和要求权。现金资产与现金本身的概念不同，它定义的是那些直接等同于现金，或以现金替代物的形式持有的资产。它们包括存款证明、通知放款(callloan)、以市场价值计算的可转让证券，以及保险单的现金退保价值(cash一、urrender-value)。以下是一个计算这3类资产价值的例子:

奥蒂斯公司(棉制品)1929年6月普通股的市场价格为35

1929年6月29日的资产负债表

| 资产 | |
|---|---|
| 1．现金…………………… | 532000 |
| 2．通知放款……………… | 1200000 |
| 3．应收帐款(减储备)…… | 1090000 |
| 4．存货(减$425000储备) | 1648000 |
| 5．预付项目……………… | 108000 |
| 6．投资…………………… | 15000 |
| 7．厂房(减折旧)………… | 3564000 |
| | $8157000 |

*储备前存货按成本与市价中较低者估价。

A．普通股帐面价值的计算：

总资产……………………………………………………

$8157000

减：应付帐款……………………………$79000

应计项目………………………………291000

优先股…………………………………400000＝

$7387000

加从存货中计提的$425000自愿储备……………………425000

普通股对应的净资产…………………………………………7812000

每股帐面价值(以40790股为基础)

…………………………$191

B．普通股流动资产价值的计算：

流动资产总额(项目l、2、3和4)

…………………………$4470000

加存货自愿储备……………………………………………——

425000

$4895000

减普通股之前的负债(项目8,9和11)

……………………770000

普通股对应的流动资

产……………………………………$4125000
每股流动资产价
值…………………………………………$101
C.普通股现金资产价值的计算:
现金资产总额(项目1和2)
………………………………………$1732000
减普通股之前的负债(项目8,9和11)
…………………………770000
普通对应的现金资产价值
………………………………………$962000
每股现金资产价值
……………………………………………$23.50

在这些计算中我们可以注意到，首先，通过恢复资产负债表中减去的$425000存货跌价储备，存货的价值增加了。这么做的理由是，公司对存货价值的扣减显然是一种为可能但尚未出现的存货跌价所做的储备。因此，这种储备完全是任意的或自愿的，计算方法的一致性将要求分析家把它看作一种盈余项目。对于$210000的“设备和其他费用储备”也是一样，至少从当时的情况看，该储备既不代表真实的负债，也不代表对任何具体资产价值的必要扣减。读者可以注意到，1929年6月，在流动资产价值和奥蒂斯公司的市场价格之间存在着一种不同寻常的背离。我们将在以后专门讨论这种背离。

帐面价值的实际意义—普通股的帐面价值过去曾经是财务状况中最为重要的要素。企业家的资产负债表向它反映了自有企业的价值，帐面价值则以同样的方式反映着股票的“价值”。但是这种观念现在已经从金融视野中消失殆尽。资产负债表中记录的公司资产价值几乎失去了它的全部意义。这种变化发生的原因在于，第一，固定资产的价值—如报表中所示—通常和真实成本毫无关系;第二，在更为常见的情况下，这些价值与资产出售可获得的收入数字没有联系，也和与收益相称的数字不符。虚增固定资产帐面价值的做法，被抹杀这种价值以消灭折旧费用的相反伎俩所取代，但是两者的同样后果都是剥夺了帐面价值数字的全部真正意义。有点奇怪的是，象一位来自过去的古怪的幸存者一样，一直到1933年，标准统计公司仍然保持着根据每家公司公布的资产负债表计算普通股每股帐面价值的传统程序。

在彻底抛弃帐面价值这个历史悠久的概念之前，一下，它对分析家来说是否仍具有些许实际意义呢?

我们先要问在一般情况下，或许没有。但是对一于不同寻常的或极端的案例又怎样呢?让我们考察一下下面的4个报表之间可能存在的一种极端关系，它们代表了帐面价值和市场价格

| 项目 |
| --- |
| 价格 |
| 股数 |
| 普通股市场价值 |
| 资产负债表 |
| 固定资产(减折旧) |
| 杂项资产 |
| 速动资产净值 |
| 净资产总额 |
| 减债券和优先股 |
| 普通股的帐面价值 |
| 每股帐面价值 |

任何一位善于思考的观察者都会震惊于上述例子所反映出的反差。对于通用电气公司和商业溶剂公司，数字比简单的事实更清楚地表明，市场对这些股票的估价高出它们的帐面价值很多倍。这里，股票行情收录器为这些企业登记的，商业企业的地位根本不相称。换句话说，工商业估价;它们是华尔街变戏法的产物的产物。总价值，与它们的普通工这些估价根本不能算是，或可能是它的超人远见这里，股票行情收录器为这些企业登记的总价值，与它们的普通工商业企业的地位根本不相称。换句话说，这些估价根本不能算是工商业估价;它们是华尔

街变戏法的产物，或可能是它的超人远见的产物。

| 项目 |
| --- |
| 价格 |
| 股数 |
| 普通股市场价值 |
| 资产负债表 |
| 固定资产(减折旧) |
| 杂项资产 |
| 速动资产净值 |
| 普通股资产总额 |
| 每股帐面价格 |

金融思维与工商业思维—这种结论或许比其他任何东西都’能更深切地让我们感受到，金融思维与普通的工商业思维之间所存在的日久弥深的鸿沟。一个难以令人置信的事实是，华尔街从来不问:“出售这家企业时能卖多少钱?”而这正应该是打算购买股票前应该问的第一个问题。如果一位企业家面对着用$10000买到一家企业S%的权益的机会，他脑子里的第一反应就是将这个要价乘上20，从而得到整个企业的概算价值$200000。这之后他’的计算将转向这样一个问题:如果用$200000买下这家企业会不会是一桩“好买卖”。

这个基本的和不可缺少的过程现在基本上已经

被那些购买股票的人们省却了。在1929—1930年间“投资”于通用电气公司股票的数以千计的股民当中，很少有人意识到，在他们为该公司花费的27.5亿美元当中，相对于真正投人该公司的资金.来说，存在着超过20亿美元的溢价。商业溶剂公司股票在1933年7月达到的价格为57，这更是一种赌博现象，它是由禁酒令将被废止的预期所诱发的。但是这个例子中的赌徒和自称为投资者的人们并没有什么分别，因为他们都轻率地漠视了这样一个事实:他们为一个资源总量仅有1千万美元的企业花了1.4亿美元。(商业溶剂公司的资产负债表中被减计为零的固定资产当然具有一定的真实价值，但是这些价值只有不过几百万。)

我们的例子说明的另一个相反的极端现象也同样发人深省。几乎就在一支具有投机价值的股票标价达到净资产价值的16倍的同一天，象宾夕法尼亚煤&焦碳公司这样经营正常但业绩平平的企业，在市场上的估价却可以低到法定资源的大约十六分之一。配拍雷尔公司的例子或许更令人瞠目，这不仅因为帐面价值数字的真实性不容质疑，而且由于这个企业多年以来声誉卓著、收益广进并且股息丰厚。然而这个企业的部分所有者—当然确实也是迫于萧条的压力—竟然愿意将他们拥有的权益，以相当于其价值的十分之一的价格出售，而且它的价值

又是一位私营业主可以毫不犹豫一眼就看出来的。

建议—这些例子尽管很极端，但是它们明确地提示我们，当公众购买或出售其在一家企业中拥有的股份之前，至少应该看一眼这些股份的帐面价值。对于任何具体的案例来说，帐面价值所传达的信息都有可能是没有意义或没有必要注意的。但是在丢弃这些这种证据之前，先要对它们进行考查。这样可以让股票购买者—如果他自认为还算聪明的话—至少能够告诉他自己，第一，他为这个企业实际支付了多少钱，第二，他花的这些钱实际上换来了多少有形资源。

实际上，某些推理表明，以远低于资产价值的价格进行购买，要优于以大幅溢价进行购买。(一般认为，在通常情况下，帐面数字可以作为投资于企业的实际资金数额的粗略指标。)一家企业之所以以溢价出售，原因是它的资本赚得的回报较大;这种高回报将吸引竞争;而且一般来讲，这种回报不太可能无限期地保持下去。相反的情况发生在那些由于不正常的低收益，导致售价中存在大幅折价的企业。新的竞争的缺乏，业内旧有的竞争力量的撤退以及其他一些自然经济力量的作用，最终常常使公司的境况得以改善，并重新恢复正常的投资利润率。

尽管这是一种正统的经济理论，并且无疑在广义上是成立的，但我们仍然怀疑这种理论的应用是

否具有确定性和实效性，以使它能够成为普通股选择中一个有用的主导依据。应该指出，在现代经济环境中，所谓的“无形资产”，即商誉甚至高效的组织，其真实程度从纯经济的角度看丝毫不逊于建筑物和机器设备。以这些无形资产为基础的收益，比那些只需对生产性设施进行现金投资就可获得的收益，更不容易受到竞争的影响。进一步来说，当环境有利时，资本投资规模相对较小的企业很可能表现出更高的增长率。通常这些企业只需要较小的支出就可以提高销售额和利润，因此相对于每一美元销售额的增加都需要大量厂房投资的企业来说，前者的投资更见效，利润也更高。

我们并不认为，在帐面价值与市场价格关系的问题上可以合理地归纳出任何原则，只有刚才提出的强烈建议除外，这个建议就是，购买者知道在这一点上他的行动意味着什么，并且发自内心地认为他的所作所为是理智的。

- # 第43章流动资产价值的重要性

普通股的流动资产价值比帐面价值更为重要，后者包括固定资产价值。关于这一点，我们的讨论下述命题:

I.流动资产价值大体上足清算价值的一个粗略指标。

2.大量的普通股售价低于其流动资产价值，因此也低于清算中的可变现值。

3.这种现象本质上足不合逻辑的。它表明可能在下述方面出现了严重错误:(a)在对股市走向的判断上;(b)在公司管理策略上;或者(c)在股东对资产的态度上。

清算价值—一个企业的清算价值是指，当业主放弃经营时

能够从中得到的资金。他们可能将运营中的企业部分或全部出售给别人。或者他们可能将各类资产分批售出，为了使每种资产都获得一个好价钱，他们不惜等上很长的时间。这种清算行为在私营企业中经常发生。但在公营企业领域中却很少发生。

的确，经常有某个公司以好价钱出售给别人的事发生;或者不时有破产企业将资产分批出售;但与私营企业相比较，公营企业很少主动地从亏损中退出，并对资产进行彻底的清算。我们在稍后将会看到，这种区别是有其根源和意义的。

性质各异的资产的可变现值—一家公司的资产负债表虽不能提供清算价值的精确信息，但也能提供一些有用的线索。评估清算价值的第一条法则就是:负债总是确定的，而资产的真实价值却令人怀疑:也就是说，簿记中所有的负债都应按照面值加以扣减;但资产的价值却根据其性质不同而发生变化。下表清楚地解释了清算中不同资产的相对可靠性。

| 资产类型 |
|---|
| 流动资产： |
| 现金资产(含流通证券) |
| 应收帐款(减去普通储备)* |
| 存货(低于成本价或市价) |
| 固定资产和混合资产： |
| (不动产，房屋，机器，设备，不可转让的投资，无 |

*注释：零售商品分期付款帐户在清算中必须低估。范围大概在30—60%，平均值为50%。

估算举例—下面是一个计算大致清算价值的特

例:

举例如下:

估算的目的—研究这张表可能会有这样一个印象，我们的目的不是要得出怀特汽车公司精确的清算价值，而仅仅是为了形成清算价值的一个粗略概念，以便确定普通股市值是否低于股东真正能够从企业中得到的价值。答案无疑是肯定的。考虑到所有可能的误差，怀特汽车公司的清算价值将远远大于每股8美元，或总计5200000美元。单是减去所有负债之后的现金资产一项，就大大超过了这个数目—这个令人惊讶的事实确凿地证实了我们的论点。

怀特汽车公司

资本结构:650000股普通股。

价格(1937年12月):$8/股。

资本结构：650000股普通股。

资产负债表，1931年12月(单位：$1000)

| 项目 | 帐 |
|---|---|
| 现金<br>美国政府和纽约州政府债券 | $4<br>45 |
| 应收帐款(减去储备) | 56 |
| 存货(按成本或市价中较低者计算) | 92 |
| 流动资产总额 | $2 |

| | |
|---|---|
| 减去流动负债 | 13 |
| 净流动资产总额 | $2 |
| 机器和设备 | 16 |
| 减去折旧 | 74 |
| 机器和设备净值 | $8 |
| 对子公司的投资 | 49 |
| 递延资产 | 38 |
| 商誉 | 53 |
| 普通胜代表的净资产总额 | $4 |

每股清算价值(估算值)
…………………………………….$3l
每股帐面价值…………………………………………….55
每股流动资产价值…………………………………….34
每股现金资产价值…………………………………….$11
每股市值……………………………………………………
8

流动资产价值，清算价值的一个粗略指标—与别的例子相

比，_一L面给出的怀特汽车公司的存货的清算价值估计值有点偏低;而固定资产和杂项资产的清算价值又有点偏高。我们知道汽车存货的流动性可能比一般水平低。另一方面，一些非流动资产，尤其象对怀特汽车证券公司的投资，将很可能比一般资产产生更多的收益。我们将会看到，怀特汽车公司估算的清算价值(每股31美元)与流动资产价值(每股34美元)相差不远。在这个特例中，非流动资产的变现值可能足以弥补流动资产清算中遭受的损失。这里，我们得到第一个命题，即:流动资产价值可以用来粗略地代表清算价值。

售价低于清算价值的股票的多如牛毛—我们的第二个命题是:许多年来，不计其数的普通股的市价低于它们的清算价值。当然大萧条时这个比例最大。但是即使在1926一1929的牛市时期，这种例子也很多。值得一提的是上一章讨论过的奥蒂斯公司，该公司在繁荣之巅的1929年6月情况就是如此。第41章提到的1926年以后的北方管道公司的例子也是这样。另一方面，佩拍雷尔公司和怀特汽车公司则是1931-1933萧条时期的例子。

在我们看来，那两年股市的最大特征就是售价低于清算价值的股票的风靡。我们的统计显示，1932年，纽约股票交易所超过40%的上市公司报价经常低于其流动资产净额。与怀特汽车公司一样，

大量普通股的价格实际上比其现金资产价值还低。z仔细想想，这必然是一种不寻常的状态。典型的美国公司看起来死了比活着还更值钱些。和出售运营中的企业相比，这些大企业的业主能够从破产中得到更多的利益。

市价与流动资产价值之间越来越大的差距是最近的一个发展

趋势，看到这一点是很重要的。在1921年的市场大萧条中，这类工业股票所占的比重还很小。新时代理论将所有的价值测试转化为对损益帐户的考察而完全忽略了资产负债表，很显然，正是这种理论直接导致了1932年现象的发生。因此，人们会认为一家没有即期收入的公司几乎没有什么真正价值，因此他们很可能会到市场上以仅相当于可变现资产的一小部分的价格将它卖掉。大部分的卖主没有意识到他们这样做是不划算的，因为卖价远远低于其实际价值。但是，即使看到这一事实的人也可能认为这样的低价是合理的，因为他们认为由于公司无意进行清算，所以清算价值没有现实意义。

这种现象的逻辑意义—我们将讨论第三个命题，即:从市场、管理和股东的角度来看“低于清算价值”现象的逻辑意义。所有的问题均可以总结为一条基本原理，即:如果一支普通股售价长期低于其清算价值，则表明要么价格太低，要么公司该进行

清算了。

从此可得出两条推论:

推论1.面对如此低的价格，股东不由会产生怀疑:公司继续经营是否符合股东的利益。

推论2.面时如此低的价格，管理者将被迫采取适当措施，纠正市价与内在价值之间的差距，包括重新考虑其管理策略和就其继续经营的决定对股东作出坦诚解释。

上述原理的正确性不言自明。一支股票的售价长期低于清算价值，其理由是站不住脚的。如果一家公司继续经营不如进行清算，那么它就应该进行清算;如果它继续经营更有利可图，那么它的股价就应该比清算价值高。所以，不论怎样，股价低于清算价值都是毫无道理可言的。

上述原理的双重应用—用一种逻辑性的语言来说，我们的

原理具有双重应用性。在很多情况下，售价低于清算价值的股票很便宜，对于购买来说具有吸引力。我们的证券分析技巧在这里就会大有作为。但是在另一种常见情况下，股票的售价低于清算价值表明公司实施了错误政策，因此管理者应该采取正确措施进行补救(如果不是自愿的，就是迫于股东压力)。下面我们依次考虑这两方面。

这类股票作为承诺的吸引力

实际上，这类普通股获利前景总是不妙。因为很明显，假如利润节节上升，股价不可能如此之低。反对购买这些股票的理由在于其不确定性(或至少是不确定性)，即收入可能下降或者继续亏损，导致资产流失，最后其内在价值比购买价还低。不可否认，在个别企业中这种事确有发生。但另一方面，这类股票可能存在更大的发展潜力，导致市价上升。这包括如下三方面:

1，创造与公司的资产相称的获利能力。这可能是由于:

a.行业的整体改善。

b.公司经营策略的改进(含/不含管理层的改变)。这些改进包括采取更有效的方法，开发新产品，放弃无利可图的生产线，等等。

2，出售或合并，因为别的企业能够更有效地利用资源，所以出价至少等于资产的清算价值。

3.完全或部分的清算。

改进效果举例行业的整体改善—我们已经给过的例子，包括其他一些例子，将阐释这一点。以佩拍雷尔公司为例，由于出现巨额亏损，1932年6月30日股价降到$171/2。接下来一年里，由于纺织行业的状况整体好转;佩拍雷尔公司的收益超过$9/股，并且重新分红;在1934年1月股价已经上升到了$100/股。

经营策略的改进—汉密尔顿毛纺公司是纺织行业的另一个

例子，该案例是个别而不是整个行业的改进。1928年以前那几年，公司出现严重亏损，股价大约为璐20/股(1926年)和$12/股(1927),1927年末，普通股售价为$13/股，虽然其时公司流动资产净额多达每股$38.5001928年和1929年公司对管理层和管理策略进行了调整，同时采取了新的生产线，引进了直销方式，并重

新安排某些生产阶段。这些措施大大增加了收入，使接下来的四年中每年的平均收益为每股5.50元，一年内股价就上升到每股40

兀。

出售或合并—当谈到股价低于清算价值时，怀特汽车公司案例是说明出售或合并的缘起及直接效果的一个典型例子。(但是，它后来的发展则是较为特殊的。)1930一1932年间严重的亏损迫使怀特汽车公司开始寻觅合作者。其巨大的现金余额深深地吸引了斯塔贝克集团，后者自信能够在合并中创造出共同利益。所以，1932年9月，斯塔贝克集团出价购买怀特汽车公司的所有股票，每股买价如下:

现金:35。

斯塔贝克集团发行的票据00年期，利率6%);8250

斯塔贝克集团发行的股票(市价约$10/股);1股

可以看出，并不是怀特汽车公司股票的即期市价—每股低于$7——决定这些购买条件，它们主要是流动资产价值决定的。很快，怀特汽车公司的股价上升到27，后来达到每股31.5003

全部清算—在企业的实际清算中，股票市价会大大提高，莫哈克矿业公司为我们提供了这方面的一个很好例子。

1931年12月，股价为每股11美元，股数为112000股，总价值为1230000元。下面是1931年末公司的资产负债表:

现金和流通证券……………………………………$1381000

应收帐款……………………………………………9000

铜的市值(估计)………………………………1800000

物资…………………………………………………71000

……………………………………………………$3261000

减去流动负债……………………………………68000

净流动资产总额……………………………………3193000

固定资产(减去折旧和损耗)……………………2460000

杂项资产…………………………………………168000

普通股资产总额
……………………………………5821000
每股帐面价值*………………………………………$52

每股流动资产价值
*…………………………………28.50
每股现金资产价值、
………………………………11.75
每股市价………………………………………11
*证券和铜的存货减少至市值。
此后不久，公司管理层决定进行资产清算。在接下去的两年里，分发了一些清算股息，每股平均为26.50美元。值得一提的是，实际的清算价值非常接近清算前夕的流动资产价值，并为市价的21/2倍。
部分清算—在通过部分清算来抬高市价方面，前面提到的北方管道公司和奥蒂斯公司为我们提供了实际事例。这两个公司的情况见下表:

| 项目 | 北方管 |
|---|---|
| 日期 | 1926年 |
| 市价 | 64 |
| 每股现金资产价值 | 79 |

| | |
|---|---|
| 每股流动资产价值 | 82 |
| 每股帐面价值 | 116 |

1929年9月，奥蒂斯公司分配了每股霉4的特别股息，1930年它进行了部分清算，每股派发了$20的股息，从而使每股平价从$100降到$8001931年4月股价为$45/股，1932年4月为$41/股。虽然中途派发了$24/股的股息，而且当时市场由令人眩惑的通货膨胀变成了同样令人眩惑的通货紧缩，但是这些价格均高于1929年6月的行情。

1928年，北方管道公司进行部分清算，每股派发了$50作为资本收益。这一举动使股价在19261928年间几乎翻了一倍。紧接着公司向每股派发了$20，从而使股东得到的现金高于1925年和1926年的低市值，而且使他们继续保持对管道业务的全部权益。

挑选这类股票所需的鉴别力—毋庸置疑，售价低于清算价值的普通股是被低估证券的一类代表。它们的价格跌得比实际情况所允许的还低。这说明，从整体上说，购买这些股票具有获利的机会。然而，在挑选这类股票时，证券分析家应该尽可能多地进行鉴别。他将偏爱那些很可能即将采取上述改进措施公司的股票。或者，他将偏爱具有吸引力的公开统计特征，除流动资产余额外，这些特征还包括令人满意的即期收入和股息，或者过去显示的高水平的获利能力。证券分析家将避免那些流动资

产正在快速流失且无停止之意的股票。

例:下面两个公司的股价在1933年均低于清算价值，对它们进行对比将清楚地理解这一点(表43一1)0

这两家公司都揭示了1932年末流动资产和市价之间的有趣关系。但是通过与三年前的资产负债状况相比，我们可知曼哈顿衬衫公司比赫普轿车公司更令人满意。后者在大萧条时期损失了一半多的现金资产和超过印%的净流动资产额。而另一方面，曼哈顿衬衫公司在那些艰难岁月里，流动资产总额只减少了10%;而现金资产余额却大大增加了。后一方面的成就来自于变现应收帐款和存货，并用获得的收入偿还了1929年的银行贷款，同时也增加了现金余额。

| 项目 | 曼哈顿衬衫公司 | |
| --- | --- | --- |
| 市价(1933年1月) | 6 | |
| 公司总市值 | 1476000 | |
| 资产负债表 | 1932 / 11 / 30 | |
| 优先股面值 | | |
| 普通股股数 | 246000股 | |
| 现金资产 | 1961000 | |
| 应收帐款 | 771000 | |
| 存货 | 1289000 | |
| 流动资产总额 | 4021000 | |

| | | |
|---|---|---|
| 流动负债 | 100000 | |
| 净流动资产额 | 3921000 | |
| 其他有形资产 | 1124000 | |
| 总资产(含优先股) | 5045000 | |
| 每股瑚金资产值 | 7.50 | |
| 每股流动资产值 | 16．00 | |

所以，从我们原来的观点来看，这两家公司必须归属于不同的类别。对于赫普轿车公司，我们应考虑到流动资产值超过市值部分有迅速流失的可能性。对于曼哈顿衬衫公司情况就不是这样了;实际上公司在大萧条时期积累现金余额之举是令人欣慰的。稍后我们将再次讨论证券分析的这个步骤，即，通过比较一段时期的资产负债表来判断一家企业的发展之路。

这种类型的廉价股票—如果普通股具有以下性质:(a)售价低于资产清算价值;(b)显然无资产损失的风险;和(c)以前曾表现出强大的相对于市价的获利能力，那么确实可以列人投资性廉价股票(investmentbargains)类。无疑，它们的价值远远超过价格，并且这部分超出额迟早会反映在价格L。在低价位上，这类廉价股真正享有高度的安全性，即股本损失的风险相对较小。

普通股(代表整个企业价值)的安全性不会低于债

券(对企业部分资产具有要求权)—在谈到这类股票时，我们不妨将前面讨论高级证券的结论反过来用。我们在第26章中曾指出，一支债券或优先股的价值不可能比当它代表企业的全部所有权—也就是说，它是没有在先要求权的普通股—时的价值更大。反之亦然。一支普通股的安全性不可能低于当它是债券也就是说，它不代表对企业的全部所有权，而是拥有固定而有限的索取权，其余的资产由发行新股来代—时的安全性。这个观点，乍看可能有点费解，但举一个具体例子(发生在1933年)就清楚了(表43一1);

这一分析的目的在于说明，当购买者以每股7美元的价格买进美国洗衣机公司的股票时—相当于整个企业价值为$4300000一一他所拥有的本金安全性一点不比一支优质债券所要求的本金安全性低，而且他还拥有股东所拥有的所有获利机会。我们认为，假设美国洗衣机公司正好发行了价值$4500000的债券，那么根据固定价值投资的标准，这些债券的安全性完全是有保证的。的确，由于大萧条，目前公司的收益很糟，但这种不利将被十年平均值所显示出的强大保障比率完全抵消。考虑到资产负债表上充足的现金余额，我们毫不怀疑公司利息支付的连续性。仅净流动资产额一项就是债券(假定值)的近5倍，投资者不得不心动。美国洗衣机公司“债

券"的相对安全性是通过对比西部电气公司实际发行的债券(利息率5%,1944年到期)得出的。很显然，前一种债券售价不会低于后一种债券。

表43—1

| | 美国洗衣机公司 | |
| --- | --- | --- |
| 项目 | A、实际值 | B、"资 |
| 债券 | 无 | 假设：<br>$450000<br>@94=$4300 |
| 普通股 | 61400股，@=7<br>=$430000 | 614000 |
| 融资总额 | $4300000 | 超过$43 |
| 资产负债表(1932/12/31)：<br>现金<br>其他流动资产 | $4134000<br>17386000 | |
| 流动资产总额 | $21520000 | |
| 流动负债 | 220000 | |
| 净流动资产 | $21300000 | |
| 其他有形资产 | 5947000 | |
| 总资产 | $27247000 | |
| 息前净收入： | | |
| | | |

| | |
|---|---|
| 1932 | -985000 |
| 1931 | 772000 |
| 1930 | 1849000 |
| 1929 | 3542000 |
| 1928 | 4128000 |
| 1927 | 4221000 |
| 1926 | 4806000 |
| 1925 | 5101000 |
| 1924 | 397700O |
| 1923 | 4055000 |
| 10年平均值 | $3150000 |
| 利息 | |
| (1932年为准)<br>10年平均值：<br>收入／利息 | |
| 每股收益 | $5.13 |

假设美国洗衣机公司发行的$4500000债券是安全可靠的，那么用$4300000购买整个公司也应是安全可靠的。因为企业的全权所有者(在他之前没有债券)不能享有的权利或保护措施，债券持有者也不能享有。有趣的是，只要他愿意，所有者(股东)能够发行债券，并自己拥有这些债券。我们在前面讨论

过的美国运通公司(见第5章和附录第2条)，正是这样的一个实际例子。现在，在本章将要结束时，我们重申这样一个基本观点—证券的安全性并不取决于名称，形式或法定权利，而是取决于其所代表的价值。

华尔街会认为美国洗衣机公司售价为$7的股票"不安全"，但却会毫不犹豫地接受该公司发行的价值$4500000的债券。他们可能会辩解道，证券的利息肯定是持续的，而股票每股40分的股息却难以得到保证。因为，一方面，董事会对于支付利息别无选择，因此他们会支付利息的;另一方面，董事会可以视情况决定是否支付股息，因而通常会对此一拖再拖。在这里，华尔街将收入的暂时连续性与另一个更重要的问题—本金的安全性混为一谈。向股东支付股息本身并不能使股票更安全。董事会仅仅是将股东自身财产的一部分交给了股东;因为存在金库里的资金仍然属于股东。因此认为如果赋予股东对收入支付的强制要求权—即由他们组成全部或部分的债券持有者—那么股东的状况将会发生本质改善，是一个基本的谬误。认为如果股东将对企业的全部所有权换成对资产的有限要求权(投资收益率为5%或6%)，就会改善股东境况，则是更为可笑的。但是现实情况就是这样，公众宁愿购买美国洗衣机公司价值$4500000的债券，却认为现价每股7美元的

普通股“不安全”而避而远之。

然而，华尔街坚持己见，他们这样做部分也是根据实际经验。不知怎么回事，与企业的独资拥有者相比，普通股所有权似乎不能给公众带来同样的权力和盈利机会—简而言之，同样的价值。这把我们带到了关于售价低于清算价值的股票的第二方面。

- **第44章清算价值的意义，股东与管理者之间的关系**

华尔街认为，由于一家典型的公司并无进行清算的意图，所以清算价值是无关紧要的。就这一点而言，该观点是合理的。将这一观点应用于售价低于清算价值的股票，则可以详述如下:“虽然这支股票的内在价值比市价高，但购买它仍是不合算的，因为:0)公司不能获得令人满意的收益;(2)公司并不想进行清算。”在前一章里，我们已经知道第一个假设在很多情况下都不成立;因为虽然过去的收益不如人意，但通过内、外部的改变，该公司可能会时来运转，重新获利的。但是在很大部分情况下，市场中弥漫的悲观主义至少看起来是合理的。所以，我们不由要问:“无论一家企业的前途多么暗淡，为什么所有者还允许其继续经营直至破产?”

要回答这个问题，我们将面临美国金融界最扑朔迷离的现象之一—股东与企业之间的关系。这个

话题已超出了证券分析的狭小范围，我们在这里之所以提到它，是因为证券的价值与证券持有者的才智和敏锐之间具有独特的关系。选择一支普通股是一次性的行为;而持有它却是一个连续的过程。当然，在选股和持股时都应该同样的谨慎和果断。

股东的漠然和温顺—这是个臭名昭著的事实，典型的美国股东就象笼子里关着的最温顺、最漠然的动物。他完全听命于董事会，从来不申辩自己作为企业所有者和雇员的雇主所具有的个人权利。结果，许多(也许是大部分)美国大公司完全操纵在被称为“管理者”的少数人手里，而并不受那些合起来占大部分股份的股东的指挥。这种情况在伯利和米恩斯的重要著作《现代公司与私有财产》中有精彩的描述。作者在书中第五篇第一章中写道:

按惯例，一家公司的经营应该符合所有者即股东的利益，而公司所获得的利润也都应分配给股东。但是，我们已经知道，一个控制集团掌握了权力，并将利润塞人了自己的腰包。实际上，一家公司早已不再围绕股东的利益进行经营了。广义上的所有权和经营权的分离，以及经营权的强化，向我们提出了一个迫切需要解决的新问题，即:为了确保公司经营符合所有者的利益，是否应该使用社会和法律的力量，或者这些力量应该用来保障其他或更多的群体的利益。

作者在结论部分(第355页)再次重申了这个观点:

……然而还存在着第三种可能性。一方面，消极财产(Passiveproperty)的

所有者在把经营权和责任交给积极财产(activeproperty)的同时，也交出了公

司只为他们的利益进行经营的权利—社会已没有义务象严格的产权学说所要求的那样充分地保护所有者的权利。同时，控制集团出于对自己利益的考虑，通过扩大权力范围，冲破了传统的障碍(即公司的经营应该完全符合消极财产的所有者的利益)。但是，消极财产所有者独占利益的消失，也并就意味着公司的经营应该围绕经营者的利益展开。经营者从来没有以行动或言语的方式让人心悦诚服地接受后面这个观点。这与传统也不符。控制集团倒可能是为比所有者和控制者更广泛的社会群体的要求权铺平了道路。他们使公众感到现代公司不应仅仅为股东或经营者谋利，而应为全社会造福。

股东们貌似合理实则有误的假设—头脑敏锐的股东—如

果真的有这样的股东的话—并不会全盘接受梅瑟斯·伯利和米恩斯的结论，即:他们无疑已经“交出了让公司只为他们的利益服务的权利”。毕竟，美国的股东并不是故意放弃权利的，只是出于疏忽。他完全能够重申本来就属于自己的控制权。如果能

得到正确的信息和引导，他很可能会这样做。他的温顺和表面上的漠然是自觉或不自觉地接受某些传统但是是错误的观念造成的。这些观念有:

1.管理者比股东更了解公司，因此他们对所有事务所作出的决定应被采纳。

2.管理者时公司证券的售价毫无兴趣，也无责任。

3.如果一个股东不赞成公司的任何重大决策，他的明智做法是售出其股票。

管理者并非总是明智而高效的—这种说法听起来很有道

理，但实际上只对了一半—这比全盘错误还危险。当然，管理者几乎总是进行最优决策的最佳人选。但这并不是说，他们总是会考虑或采取对股东最有利的方案。由于他们的无能可能产生严重的错误。而所有的股东似乎都理所当然地认为他们的管理者是有能力的。但是在挑选股票时，人们都很重视该公司是否有高效率的管理。这意味着许多公司的管理很糟糕。这难道不同时意味着，在管理者是否有效率这个问题上，任何一家公司的股东都应该头脑更开放一些?

股东和经营者之间的矛盾之处。—人们不能欣然接受管理者作出的决策的第二个原因在于，在某些方面，经营者和股东利益存在冲突之处。这些方

面包括:

1对管理者的补偿—包括工资、奖金、购股权。

2.公司的扩张—包括加薪权以及管理者权力和威望的膨胀。

3股息的支付—利润应该留在管理者控制范围之内，还是应该分发给股东?

4.股东对公司投资的连续性—企业在亏损时应该持续经营，还是将部分资产变现或者全部清算?

5、股东可得的信息—控制者是否应通过拥有未传递给广大股东的信息而得到好处?

所有这些问题上的管理决策都是涉及利害关系的决策，因此更需要股东仔细琢磨。我们并不是说公司的管理者不值得信赖。相反，很多大公司的管理者都是由一群出类拔萃的人组成，他们正直、能干。但是这并不意味着，他们应在涉及其自身利益的所有事务上拥有全权。一个私营业主只雇佣那些他信赖的人，但他不会让这些人来决定他们自己的工资或决定他应将多少资本留在企业，多少分发出去。

在这些问题上，董事会不可能毫无利己倾向—在上市企业

里，股东选举产生董事会，由他ill决定具体事务的运作，而管理者应对董事会负责。从理论上讲，当股东的利益与管理者的利益发生矛盾时，董事会

应该站在股东这一边。但实际情况却并不是如此。每个董事与首席执行官总是存在千丝万缕的联系。与其说是董事选举出管理者，还不如说是管理者选出的董事。所以，当股东认定经营者谋取与己不符的利益时，他们有必要在一切事务上行使自己的决断和独立封断能力。换一句话说，从这点上，我们通常假设的管理者掌握了更充分的信息和判断力是不成立的，_股东需

要仔细琢磨一切有确凿来源的意见。

对管理补偿的滥用—不计其数的事例曾揭露，管理者在对自身进行补偿的过程中存在着严重问题。如伯利恒钢铁公司，以现金形式发放的奖金明显超额。在美国烟草公司中，经营者有权以低于市价的价格购买股票，并且购买额很大。这种购买特权当然属于滥用职权的一种。在电气债券和股票公司，管理者对股票的购买价大大低于市价。而当后来市价跌落到比认购价还低时，他们又解除了实际支付的义务，并且得到了原来已经支付过的认购金。在怀特汽车公司情况也是如此，我们将在本章稍后进行详细探讨。

1928一1932年的特殊环境可以解释或部分地认可这些交易。

但除此之外在情理上却说不通。然而，考虑到人性使然，这些事也不足为奇了。事实上，它们并

不是公司管理性质的反映，而是股东们不明智地让那些受自身利益驱动的人来做出无法监控的决定的反映。

更多地披露管理补偿是受人欢迎的—如果法律规定公司每

年须定期地披露管理者的工资和其他补偿费，将大有裨益。(根据1933年证券法，在发行新证券时应报告这类资料。)如果定期公布管理者和董事们的持股情况，同样是有用的。现在，这些信息可以通过对股东名单进行考察得到，有时，董事们的持股额也是这么得到的，并且在金融刊物上进行了披露。统计服务部门如果能够尽量获得更多的公司的这类资料，并且把它们其手册中，作为这些公司的详细介绍的一部分，那将是很有益的。

近些年来，管理者超额补偿的问题引起了广泛关注，人们正确地看到，在这一点上，管理者的意见并不代表最高智慧。但是我们并没有认识到，在很大程度上，这种局限性在影响股东资本和盈余的使用的公司事务方面同样存在。我们讨论股息政策时(见第29章)曾含糊地谈到这个问题的某些方面。显而易见，为了扩张而筹集新资本与为了同样的目的而扣留红利一样，都受这个问题的影口向。

应该考虑持续经营的明智性—第三个问题，也就是将股东资本保留在企业中的问题，和前面的分

析基本一致。管理者自然不愿将部分本金归还给所有者，即使这部分本金在企业外边用处更大—也就是说有更大的价值。归还一部分资本(比如超额库存现金)意味着削减了企业的资源，还可能在今后造成财务危机，当然在一定程度上也降低了管理者的威望。全部清算本身意味着失业。所以，对于管理者完全站在股东的角度，为股东的最佳利益着想来考虑公司是否持续经营的问题，我们完全不抱希望。我们必须再次强调这样一个事实:董事们常常与管理者(他们本身就是董事会的成员)来往密切，所以不可能指望他们纯粹站在股东的立场来思考这些问题。

由此看来，关于企业是否继续经营的问题，有时需要所有者即股东亲自出马，独立判断。(同时也必须指出，从正式或法律的角度来说，这是一个所有权问题，而不是管理问题。)从逻辑上说，考虑这个问题主要也是因为:股票的售价长期大大低于清算价值。毕竟，这必然意味着，不是市场对该股价值判断失误，就是管理者在经营上犯了错误。不管如何，弄清楚到底是哪方面出了错，对于股东来说都是明智之举。在澄清的过程中，管理者的观点和解释值得仔细推敲;但是如果管理者在这个问题上的观点本身已被视作定论，那么这种推敲将是徒劳无益的。

令人不快的是，很多情况下，批评者对管理者的攻击是别有用心的。这可能也是不可避免的。因为金融领域很难见到利他行为。对公司管理者发起的挑战将消耗时间、精力和金钱。难以想象人们将仅仅为了让管理者正确行事而付出这么多。所以在这些事上，最有影响、同时也最可信的就是大股东采取的行动，由于他们要保护自己在企业的巨额投资，所以不得不推动企业为股东的整体利益服务。在管理者和所有者之间可能发生利益冲突的所有问题_L，一般股东应给大股东的代表比目前大多数情况下更多的发言权。

股东们在电台上开展的批评，对代理权的论战以及各式各样的法律诉讼使管理者焦头烂额;而在很多情况下这些行为都让人感到莫名其妙。这是作为一名公司管理者的头疼之处，也是敏感的股票所有权的一部分代价。公众应当学会根据事物的真相和合理的推理来辨别这些矛盾之处的是非曲直。而不应当让控告和不相干的人身攻击来左右自己的判断。

当谈到清算时，我们不得不在这里提到雇员的切身利益。仅仅站在股东的最佳利益的角度来讨论该问题对雇员似乎有点残忍。而且对这个问题弄不清楚的话，讨论会一无所获。如果继续经营的原因主要是为了不让雇员失业，而这意味着所有者作出

了实实在在的牺牲，那么他们有权知道事情的真相并且正视它。他们不应该被告知“清算是不明智的”之类的话，因为事实上，虽然清算有些残忍，却有利可图。我们在此公正地说，在当代经济体系下，企业的所有者不可能为了保证就业而让资本损失掉。在私营企业里，这种仁慈简直罕见。至于为此目的牺牲资本是否对国家整体的经济福利有益，我们还不敢肯定;但这已不属于我们的讨论范围。我们的目的是澄清该问题，并且强调这样一个事实:低于清算价值的股票市价对于股东来说十分重要，并迫使他们对管理者提出一些尖锐的问题C

管理者可适当关注股票价格—借助于由来已久的观点，即股票的市价与管理者无关或他们不对此负责，管理者相当成功地回避了这些问题。当然，经营者不应该对公司证券的价格波动负责。但这远远不是在说，市场价格与管理者从来不相干。如果真这样认为，那么不仅仅是错误的，还有伪善之嫌疑。之所以错误，是因为证券的流通性是人们购买时主要考虑的性质之一。当然具有流通性不仅仅要求证券能卖出去，还要求能有机会以合理的价格卖出去。对于股东来说，他们能以合理价位购买股票，与将股息、收益和资产留在企业增值同样的重要。由此可见，管理者为股东的利益服务，其职责是有义务阻止—如果他们能够的话—

证券价格过高或过低。

许多公司的管理者声称自己对公司的证券价格一无所知，这种伪善的态度简直让人忍无可忍。因为在很多时候，他们与这些证券市值息息相关，并不时利用自己掌握的内部信息在市场上操纵外边的公众和股东。这并不是令人吃惊的新发现，而是一个共识，我们建议董事们坚守职责，关注证券的市价行情，并且竭尽全力地纠正明显的差别，同时他们应努力改善任何对股东利益不利的公司状况。

纠正股票市价的各种可能措施—适当的纠正措施的方式是多种多样的。首先应该正式引起股东注意的是，清算价值也就是股票的最低价值远远地高于市价。如果(一般来说都是这样)董事们被说服持续经营比进行清算更加有利，那么应该同时提供导致这一结论的理由。第二个措施是关于股息的。为了不让股东在保持企业经营的情况下遭受收入损失，必须竭尽全力地将股息率至少与清算价值保持一定的比例。即使企业当前的收益不太好，这也是可以做到的，当然前提是企业有累计利润和足以应付这种支付的丰富的现金余额。

第三个程序是将对企业的经营作用不大的现金资本归还给股东。这可以通过按比例分配现金来实现，当然这通常会引起股票面值的下降;它也可以通过以合理的价格按比例地回购一定数量的股票来实

现。最后，董事们通过对盈利能力和清算价值之间的差距的再三权衡，可能会一致认为:出售或关闭企业是最明智之举—在这种情况下，他们就应采取相应的行动。

例:奥蒂斯公司，1929—1930-——奥蒂斯公司在1929—1930年间采取的行动计划包括了大量的这类措施。1929年7月，董事长向股东发出通知，上面附有公司6月so日的中期资产负债表，并强调指出股票现价与清算价值之间存在的差额。同年9月，虽然收益不比以前，但由于公司拥有巨额库存现金和大量盈余，仍然分发了股息。1930年，公司赎回了少量优先股，并以每股普通股20美元的资本报酬回报股东，使一部分现金—显然已无留在公司的必要—回到了股东的手中。正如我们在上一章中所指出的，在其他大多数证券惨遭降价之时，奥蒂斯公司凭此却大大改善了自己的地位。

汉密尔顿毛纺公司—汉密尔顿毛纺公司董事会所采取的行动更有趣些，因为它对难题的处理方法坦诚且聪明。当时，因为年年经营亏损，股票价格已经跌落得比清算价值还低。公司有持续亏损和资本遭侵蚀的危险。而从另一个角度来说，也有可能将来会更加美好—尤其是公司如能采取新的政策。公司将支持和反对清算的陈述意见传递给股东，并请他们投票决定。股东投票的结果是继续经营，但

要任用新经理，后来证实这个决定是正确的。在类似的情形下，这是一个极佳的处理程序。最后的决定—继续或终止—取决于股东，这也是他们的权利范围所在;管理者所要做的就是提供信息，并陈述自己的观点，同时允许对立意见尽量表达出来。当然，在那个时期，也有很多股东投票决定进行清算的例子，虽然实际上每一次都是董事会提出的方案。

莱曼纺织厂和其他例子—莱曼纺织厂是一个很有意思的案例。进行清算的建议是董事会在1927年提出的，当时大多数行业生意兴隆，但纺织业却举步维艰。在作出清算决定之前，股票价格为$110/股。股东总共得到$220.25的清算股息。同时，纺织业效益继续滑坡，其他大多数棉纺厂损失惨重。其他使价格远远超过先前市价的主动清算例子如下:

| 公司名称 | 清算的年份 |
|---|---|
| 美国胶水公司 | 1931 |
| 莫霍克矿业公司 | 1933 |
| 信号丝袜公司(优先股) | 1931 |

从股东手中按比例地回购股票—汉密尔顿毛纺公司的管理者在1932和1933年的行动是值得称道的，其时公司用多余的现金资本，以合理的价格和比例回购了大量的普通股。这与公司在1929年让股

东认购新股的做法恰恰相反。由于大萧条带来的经营萎缩使这部分资本不再有用;所以公司很理性地将大部分资金归还给股东，对于股东来说，钱放在自己的腰包里比放在公司的金库里有利得多。4

通过在公开市场上购买股票来欺骗股东—在大萧条时期，

许多工业公司利用多余的现金资产购回自己的股票，5但都引起了激烈的反对。它们没有预先通知股东就在公开市场上购买股票。这种方法流弊不少。有人认为以尽可能低的价格购回股票"符合公司的利益"。这种观点的导致的结果就是:那些将股票卖回给公司的股东亏损严重，因为他们没有得到应得的利润。如果说这种说法适用于购买公司的其他资产，那么将它应用于从公司的股东手中购回股份这件事上却缺乏逻辑和道德上的根据。管理者更有义务对卖者公平行事，因为公司本身就是买方。

但是实际上，想便宜购回股票的愿望可能导致减少或停发股息的决定—尤其是在整体经济动荡不安的时期。这种行为对几乎所有的股东(不管他们卖或没卖股票)都无益，因此，我们觉得悄悄地低价格购回股票只可能对那些保留股份的人有利。

例:怀特汽车公司—在前一章里，我们已经提请大家注意，怀特汽车公司在1931—1932年间的股票市值与最低清算价值之间存在超常差额。管理者采

取的策略非常明显地导致了对股东极其不利的事态，讨论这一点对我们是有益的。

从1916年注册以来直至1926年，怀特汽车公司实际上支付了每股4美元(8%)的股息。其中包括1921年的萧条时期，当时公司公布的亏损额接近$5000000。但是它利用累积盈余保持了年年支付，这个政策也阻止股票滑落到$29以下。随着经济的复苏，股价在1924年回升到721"2,1925年为1041/2。在1926年，公司增发面值$50的普通股200000股，资本额增加了$10000000.同时公司支付了每股20%的股息。

几乎在股东得到这部分额外现金的同时，收益开始下降，股息也相应减少了。1928年，(合并)收益大约为每股$3，但公司只支付了每股$1的股息。截止1931年6月的12个月里，公司遭受了$2500000的损失。同时停发了下一次的股息，股价因而迅速跌落到$71/20

1931年和1921年的对比是令人震惊的。1921年亏损很大，损益余额很小，且现金库存远远低于1931年。但是在1921年，股息照发不误，股价也未出现跌落。但十年之后，尽管有丰盈的现金库存和大量的未分配利润，仅仅一年的营业亏损就足以让管理者停发股息，并听任低得可笑的股票市价存在。

在停发股息前后的这段时期内，公司在公开市

场上积极地购买自己的股票。这种行为开始于1929年，计划的目的是为了满足“那些在一定管理位置上任职”的人的利益。截止1931年6月，公司用$2800000购回了约100000股。由于停发股息，经理和雇员免除了为这些股票支付股息的一切责任，因而该计划也被放弃了。接下来6个月里，借市价狂跌之势，公司以平均每股$11的成本又购回了50000股。所以，总共赎回并注销了150000股。

以上简介的情况说明，允许管理者滥用职权以公司资金来购买股票，有可能存在内在的不道德性。我们首先注意到，怀特汽车公司的雇员和股东之间存在着严重的反差。从这些雇员的利益出发，不计其数的股票以看起来诱人的价格被买走。而购买这些股票的资金却来自于股东。如果企业情况好转，这些股票的价值将上升，而所有的利润将被雇员独吞。而如果情况恶化，“那些居于领导职位的人”将丝毫无损，整个损失将由股东来承担。

我们看到，在1926年怀特汽车公司直接从股东手中募集了价值$1000000〕的新资本。而这些新增资本的一部分(并非为增加销售所必需)被用来以1/5的认购价大量购回这些股票。停发股息是使回购价能如此低的主要原因。这种未进一步证实的事实关联不由使股东心中升起疑云:停发股息在一定程度上与故意压低股价有关。如果停发股息的原因是为了保

留现金，似乎这样做并没有什么道理，因为既然有钱去购回股票，为什么无钱支付持续了巧年的股息。

一家拥有富余现金的公司停发股息，导致股东灰心丧气地将股票便宜卖出，这种景象想起来是令人不快的。

纳什汽车公司—1933年4月，纳什汽车公司推迟了(意味着不发)同样连续了巧年的股息发放。尽管公司管理者取得了令人瞩目的成绩，但我们认为，在那种环境下，停发股息是让人吃惊和难以理解的。以下数据可能对此有用:

支付25%的固定股息所需要的资金
……………………$660000

1932年，11月30日:

公司库存现金和战时公债
…………………………32500000

存货和应收帐款
……………………………………1600000

总负债……………………………………………1150000

盈亏余额
…………………………………………26300000

净销售额
(1932)………………………………15331000

普通股收益

……………………………………1030000

每股收益……………………………………………0.39

截止到1933年2月的季度结果:

利润(折旧前)…………………………………………$100000

亏损〔折旧后)……………………………………134000

纳什公司的现金余额超出所需很多。(这从存货和应收帐款所占的小额资金中可以看得更明显。)公司有巨额的盈余，大部分来自于未分配利润;相对而言，它在大萧条时的表现不错;_丘个季度出现历史上第一次亏损且数额不大。我们不得不说，在这种情况下停发股息表明管理者彻底地不了解什么是股东的利益。“

总结—在1928-1933的狂乱年月里，管理者的整体行为谈不上富有智慧、一丝不苟和诚实正直。实际上这种行为本身应该对市场的过度悲观和过度乐观负部分责任。以我们看来，很多弊端都可以归因于对某些基本事实的忽视，即:公司纯粹是股东拥有的附属物和财产;管理者仅仅是股东的雇员;而选出的董事会是真正意义上的受托人，其法律责任是仅仅作为企业所有者的代表行事。除了认识到这些一般事实外，为了使之具有可操作性，有必要培训公众使其清楚地知道，在诸如股息政策，扩张政策，

利用公司现金回购股票，补偿管理者的各种方法，以及所有者的资本应留在企业里或全部、部分地分发出去这个根本问题上，什么是股东的真正利益。

- **第45章资产负债分析(完)**

我们在前面主要讨论了资产负债表明显显示出股票价值高于市场价格这种情形。但是资产负债表更通常地被用来检验相反的情况，即是否存在会降低证券的投资或投机价值的财务缺陷。谨慎的证券购买者通过仔细研究资产负债表，来判断企业是否有足够的现金，流动资产和流动负债之间的比率是否合适，以及是否存在即将到期的债务而使企业不得不面临借新债还旧债的问题。

营运资金和负债期限

关于一个公司应该持有多少现金，这里没有什么可说的。投资者必须有自己的主见，知道在特定情况下需要多少现金，以及明显的现金不足应被视为多么严重的问题。至于营运资金比率问题，通常认为$2速动资产对$1流动负债是工业企业的最低标准。企业的另一个经验法则是要求扣除存货之后的流动资产至少等于流动负债。通常情况下，人们会对不符合上述任何一个标准的普通股的投资地位产生强烈的怀疑—对其债券或优先股也一样—从投机

的角度看，该证券同样也同样有理由遭到质疑。

这些假定的规则对于特殊环境可以例外。比如，我们来看看阿切尔—丹尼尔斯—米德兰公司在1933年6月30日的情况(与上一年相比)。

| 公司项目 | 1933年6月30日 | 1 |
| --- | --- | --- |
| 现金 | 1392000 | 3 |
| 应收帐款 | 4391000 | 2 |
| 存货 | 12184000 | 4 |
| 流动资产总额 | 17967000 | 9 |
| 流动负债 | 8387000 | 7 |
| 营运资金 | 9580000 | 8 |
| 减去存货的营运资金 | -2604000 | 4 |

很显然，公司在1933年6月30日的表现大不如一年以前;用通常的标准来看，它似乎有些扩张过度。但在这个例子中，应付帐款的增加符合植物油行业的一般惯例，因为在该行业，为了保证谷物和亚麻子的供应，每年都要借入大笔的季节性贷款。所以通过研究，从任何意义来说，分析家都不会认为1933年资产负债表所揭示的财务状况令人担忧。

正如我们在对债券选择的讨论中(见第13章)指出的，在铁路和公用事业方面没有什么公认的标准要求。但千万不要由此推论:这些公司的营运资金状况完全无关紧要—我们马上将看到，反过来说才是对的—只因它不是用任何立竿见影的公式就能够检测

的。

巨额银行债务是虚弱的信号—财务困难几乎总是伴随着即将到期的银行贷款或其他债务而出现的。换句话说，虚弱的财务状况很少仅仅是因为日常交易的应付帐户而产生的。这并不是说银行债务本身是一个不好的信号;相反，使用一定的银行贷款—尤其为了满足季节性需要—不仅合法，而且值得称道。但是无论何时，只要有载有应付票据，资产负债表就会遭到分析家的仔细审查，而一张“清洁”的资产负债表就不致如此。

在1919年战后的繁荣时期里，企业以高价售出存货并向银行大量借款，出现一片膨胀态势。后来，1920一1921年商品物价的大滑坡使这些工业性银行贷款成为主要问题。但是20世纪30年代的大萧条具有不同的特点。1929年的工业借款已经相当少了，其原因主要有两个:第一，缺乏商品或存货投机;第二，大量股票的销售提供了额外的营运资金。(当然也有例外，比如，阿纳康达铜矿开采公司在1929年末计欠银行$35000000，三年后，欠款增加到$70500OOOo)那时，大型的银行借款更常见于铁路和公用事业单位。合同规定，这部分借款主要用来购置财产，偿还到期债务或—在一些铁路企业—支付超出收益的固定费用。在所有这些情况下，人们都指望用永久性筹资来偿还银行贷款，但在很多时

候，再筹资困难重重继而导致清算。公用事业持股公司的Insull系统就是因此而突然崩溃的。

例:很难确切评价纽约中央铁路公司在1932年末的资产负债表上的$68000001〕银行贷款，或城市服务公司在1931年12月31日拥有的价值为$69000000的应付票据，对投资者或投机者造成了多大的心理压力。因为这种不利现象不容忽视。头脑保守的人用它来抨击陷人这种境况的公司发行的一切证券—可能只有那些售价很低，从而成为一种明知是一种赌博但依然很诱人的证券除外。当然，景况好转可能使公司能够偿还银行贷款;但是理性驱使我们认识到，好转只是一种可能，而银行贷款本身却是真实的，而且构成了一种威胁。

当一家公司收益不错时，它很少因为银行贷款而资不抵债。但是如果不可能再筹资的话—例如在1931一1933年间就经常是这样—贷款者可能要求公司停止支付股息以便用所得利润来减少债务。正因如此，布鲁克林一曼哈顿运输公司在1932年停发普通股股息，纽约供水服务公司在1931年停发了优先股股息—虽然两家公司公布的收益与以前同样多。

公司间的债务可能引起麻烦—一般来说，对母公司或子公司的流动负债不象从银行借款那么严重，但这类资产负债表项目仍然很重要。

例:1932年12月31日，联合煤气公司在“往来帐

户”欠下了电气债券和股票公司$26000000的债务，后者持有前者大量股票，同时还欠银行$21000000。这是个相当令人不安的局面，公司不得不在盈利的情况下停发了优先股股息，以后即使利润增加，股息的恢复也会受到这种局面的影响。

米特一戈尔德温电影公司发行的优先股提供了另一个特殊情况。(该优先股的面值为$27，股息率7%，因此每年应当支付股息$1.890)该公司是洛氏股份有限公司的一个子公司，即使是在1931和1932年，公司的收益都是优先股股息的数倍。但是在1932年8月31日的资产负债表上，公司对母公司的即期债务竟然已达$22000000，大约相当于流动资产减去其他流动负债后的总额。虽然洛氏股份有限公司不太可能行使这项追索权以挤走优先股股东—而且毫无疑问，这种企图会遭到成功的抵制—但如此巨额的未偿还债务仍不由让人惶惑不安。如果洛氏股份有限公司发现自己迫切需要现金，它可能会扣押强迫米特一戈尔德温电影公司还清即期债务，这至少会危及子公司的优先股股息——虽然它的盈利仍会很充足。

即将到期的长期债务的危险性——对于经营不善的企业来

说，大批债券集中在一个很短的时期内偿还将构成一个严重的财务问题。当资产负债表已经显露

出这种情况时，投资者和投机者就应高度重视。即将到期的长期债务常常引起公司的破产。

例:1930年末，当菲斯克橡胶公司无力偿还价值为$8000000的票据时，它陷人了被接管的境地。科罗拉多燃料和炼铁公司与芝加哥一岩石岛一太平洋铁路公司在1934年双双破产，这与两家公司大量发行的债券都将在1934年到期是分不开的。1933年6月，科罗拉多燃料和炼铁公司的短期债券的(科罗拉多工业公司利息率5%,1934年到期，由母公司担保)售价为$45—这意味着年收益率超过了100%—投机者却未对此引起注意，其优先股售价依然高达$54。债券的价格几乎成为麻烦将至的某种预兆。无力支付到期债务将毫无疑问地导致破产(因为决不能指望自动的展期)和股票血本无归的危险。投机者竟然忽视了显而易见的危险，因此也遭受了巨额损失。(两个月后，公司一宣布将被接管，优先股价格就跌落到每股$17.25.')

即使可能以某种方式来处理到期债务，我们也不得不考虑再筹资可能承受的成本。

例:这一点可以用美国轧钢公司发行的价值$14000000，利

率4.50%,1933年11月1日到期的票据来很好地加以解释。1933年6月，该票据价格为$80，意味着年收益率为75%。同时，普通股价格从$3上升到$24，总

价值超过$40000000。被钢铁行业喜人的形势所吸引而购买该股的投机者却未考虑到这样一个事实:在当时不利的筹资市场上，为了偿还票据，公司不得不提供十分诱人的转换权。这必然会影响到普通股的盈利机会。事实果然如此，为了交换利率4.50%的票据，公司新发行了利率5%，可以$25的转换价转换成股票的可转换票据。结果，1933年8月票据价格达到$101，同时普通股价格为$21;1933年11月1Fi，股票价格下降为$巧，而票据价格仍保持在面值水平，。

对于持有公司所有证券(包括优先于到期债券的抵押债务)的人来说，即将到期的债券十分重要。因为如果公司无力偿还低级债券，那么即使是高级债券也将很可能受到严重影响。这一点可以用菲斯克橡胶公司利息率为8%、于1941年到期的第一抵押债券来说明。虽然它们被认为优先于利率为5.50%的无担保票据，持有者仍然因为51/2%票据到期引起的接管而损失惨重。利息率为8%的债券的价格从·1929年的$115降到了1932年的$16076.

关于细查资产负债表以发现银行贷款和其他短期债务的不利性质，我们已无进一步详述的必要了。一段时期内的资产负债表的比较这部分证券分析涉及以下三个方面:

1，核对报告的每股收益。

2.判断亏损(或盈利)叶公司财务状况的影响。

3.探索公司的资源和盈利能力之间的长期关系。

通过资产负债表核对报告的每股收益—在证券分析的其他相关阶段，我们已经使用过部分这类技术。比如在第36章里，我们举了检验美国商业酒精公司1931年和1932年的收益报告值的例子。为了包括更长的年月，我们对斯图尔特一华纳公司在1925一1932八年间的平均收益进行比较，下面列出了报告的每股收益值和资产负债表中揭示的净价值的变化。

斯图尔特一华纳公司(1925—1932)

1．净收益的报告值($)

| | |
|---|---|
| 1925 | 7544000 |
| 1926 | 5109000 |
| 1927 | 5210000 |
| 1928 | 7753000 |
| 1929 | 6839000 |
| 1930 | 1262000 |
| 1931 | -1830000 |
| 1932 | -2445000 |
| 8年总额 | $29442000 |

*1925—1929年数据是考虑了分红和拆股后得到的每股价格。

2．上述收益与盈余帐户变化之间的差额

净收益，1925—1932(报告值)……………………….$29442000

减去支付的现金股息……………………………….21463000

推算的资本和盈余增加额………………………….7979000

资产负债表比较($)

| 项目 | 巴 |
| --- | --- |
| 固定资产和杂项资产 | |
| 流动资产 | |
| 专利和商誉 | |
| 总资产 | |
| 流动负债 | |
| 债券和优先股 | |
| 普通股 | |
| 盈余 | |
| 总负债 | |

资本和盈余，1924年12月31日………………………$31900000

减去商誉和专利………………………………….10800000

资本和盈余的调整额，1924年12月31日……………$21100000

资本和盈余，1932年12月31日…………………… 17100000

8年中资产负债表上的减少额…………………………$4000000

8年中损益帐户上的增加额…………………………$8000000

损益帐户上报告和根据资产负债表推算的收益之间差额………

…………………………………………………………………… 12000000

3．对差额的解释

盈余中扣除了而损益帐户中没有扣除的费用：

注销的专利和研发费用(适用于1925—1932) …………$4400000

特许权诉讼费用，工厂设备价值重估和往年税收………6200000

已赎回证券的升值和其他费用(净值) …………………$1400000

……………………………………………………………

4．对斯图尔特一华纳公司于1925—1932年间收益的重新报告

收益(损益帐户)……………………………………$29400000

减去冲减盈余的费用

·…………………………………l2000000

该时期收益调整

值……………………………………$17400000

收益报告值高估了近70%。

对上述分析我们不需进一步地讨论，因为第31章到第36章中包含了这些观点的大部分。大部分直接冲减盈余的支出，代表了斯图尔特一华纳公司在8年内盈利能力的实际下降。绝大部分对专利和研发征收的费用必须以某种合适的分期支付的形式注销。往年税收和特许权支付费当然可以冲销相应年份的收益;“工厂设备价值重估”费用至少一部分应该等于必要的折旧费用。这段时期公司的营运资本减少了$5000000(扣除债券和优先股后减少值为$2800000)，该事实不可置疑地说明:损益帐户上高达$8000000的扣除股息之后的“剩余收益”完全是不存在的。检验亏损或盈利对公司财务状况的影响—我们在第43章中已经给出了这方面的例子，在那一章我们对曼哈顿衬衫公司和赫普轿车公司1929年和1932年的资产负债表进行了对比。这里，我们加人一个简单的比较:同样在这段时期的普里茅斯绳索公司和H・R·马林森公司。

例:

| 项目 | 普里茅 |
|---|---|
| 收入报告值： | |
| 1930 | 288000 |
| 1931 | 25000 |
| 1932 | 233000 |
| 总利润(3年) | 80000 |
| 股息 | 134800 |
| 对盈余和储备的冲销 | 273300 |
| 3年中盈余和储备的减少额 | 400100 |

资产负债表比较(单位：$1000)

| 项目 | 普里茅斯绳索公司 | |
|---|---|---|
| | 1929/9/30 | 1932 |
| 固定资产和杂项资产(净值) | 7211 | 5157 |
| 现金资产 | 1721 | 3784 |
| 应收帐款 | 1156 | 668 |
| 存货 | 8050 | 3150 |
| 总资产 | 18147 | 1275 |
| 流动负债 | 982 | 309 |
| 优先股 | | |
| 普通胶 | 8108 | 7394 |
| 盈余和杂项储备 | 9057 | 5056 |
| 总负债 | 18147 | 1275 |
| 流动资产净值 | 9954 | 7298 |

| | | |
|---|---|---|
| 减去存货的流动资产净值 | 1895 | 4143 |

*包括价值$32,000白勺延期债务

尽管这些年来普里茅斯绳索公司的盈余大幅缩减，但是与期初相比，期末的财务状况甚至更加良好，每股清算价值(与帐面价值不同)可能还高一些。另一方面，H-R·马林森公司的亏损却使营运资本消耗殆尽，使重新恢复以前的盈利能力变得困难重重。

存货亏损可能加强财务状况—显而易见，存货帐户的单项减少引起的亏损，并不象那些需靠增加流动负债来融通的亏损那么严重。如果存货的减少超过了亏损额，从而使得现金实际增加或应付帐款实际减少，那么我们可以恰如其分地说—虽然有些矛盾—即使遭受损失，公司的财务状况仍然得到了改善。该推理可以具体运用到对售价低于清算价值的证券的分析上。我们记得，在评估清算价值时，存货的评估值一般约为资产负债表上的数字的50-75%—虽然该数字是根据成本和市价中较低者计算的。其结果是，在公司帐目上看起来为营业亏损的项目，对于投资者(他们自己对存货的评价大大低于

帐面价值)来说却有利可图。这一点可以用曼哈顿衬衫公司的例子来详细加以说明。

曼哈顿衬衫公司(单位:$1000)

| 项目 | 资产负债表1929/帐面价值 |
| --- | --- |
| 现金和流通债券 | 885 |
| 应收帐款 | 2621 |
| 存货 | 4330 |
| 固定资产和其他资产 | 2065 |
| 总资产 | 9901 |
| 流动负债 | 2574 |
| 优先股 | 299 |
| 普通股余额 | 7028 |
| 股票数额 | 281000 |
| 每股价值 | 25.00 |

损益帐户，1930——1932

减去优先股股息后的余额：

1930…………………………………………………$18000(赤字)

1931利润………………………………………………93000

1932……………………………………………
139000(赤字)
3年………………………………………………
364000(赤字)
冲减盈余的支
出…………………………………….505000
已付普通股股
息…………………………………723000
$1592000
减去普通股贴
水…………………………………481000
该时期盈余减少
额………………………………$1111000*
*减去了转化为意外储备的$100000。

如果只考虑这些数据，那么很显然，公司在这段时期内出现了亏损，并引起普通股的价值下降。但是如果一位投资者在1930年以每股8美元的价格(那年的最低价为每股6m美元)购买了该股，那么他的明智做法是在清算价值而不是在帐面价值基础上评价该股票。所以，从他的角度出发，他所持股票的内在价值在大萧条时期将从每股$12.50上升到$14.75—即使扣除了大量已经支付了的股息后也是如此。实际上，在这三年里，曼哈顿衬衫公司将较大部分的资产转化成了现金，所以亏损并不象保守

的股东所预期的那么严重。其过程可以归纳如下:

在这里，我们直接比较了损益帐户的表面记录和连续几年的资产负债表所讲述的更真实的情况。这种比较使我们再次理直气壮地强调:对资产负债表的分析可以补充和证实对损益帐户分析的结果。

($)

| 资产的变现和收益的运用 | 数额 |
|---|---|
| 存货减少 | 30000000 |
| 应收帐款减少 | 1800000 |
| | 1000000 |
| 工厂设备等价值减少 | 5800000 |
| | 800000 |
| 净值 | 5000000 |
| 运用如下： | |
| 普通股股息 | 700000 |
| 偿还债务 | 2500000 |
| 赎还优先股 | 300000 |
| 购回普通股 | 500000 |
| 现金资产增加 | 1000000 |
| | 5000000 |

正常存货的缩减是营业亏损吗?—当考虑到存货帐户时，我们不由会进一步问道:单纯的存货置存价

格下降是否该被视为营业亏损?在普里茅斯绳索公司的例子里，我们对以下数字进行比较:

存货，1929年9月30日………………………………$8059000
存货，1932年9月30日………………………………3150000
减少………………………………………………60%

此时，纤维品的价格已下降了50%多，我们完全有理由相信，与1929年相比，公司在1932年的存货中的纤维、粗绳和麻绳的磅重并不会少到哪儿去。至少，存货帐户上一半的减少额完全来自于单价的下降，那么，这部分存货价值的减少属于营业亏损吗?人们难道不会争辩说:固定资产的评估值也会减少，如果我们必须将一定数量的实物存货的置存价格的下降冲减收益，那么同样有理由要求将固定资产评估价值的减少额冲减收益。

将存货的价值和固定资产进行类比是相当贴切的。对其中任何一个帐户进行随意的处理，都会对每股收益的报告值产生重要作用。我们曾经详细讨论过这样一个反常现象，即:将固定资产价值降低为零后，由于不再从收益中扣除每年的折旧费，普通

股的价值将明显增加。无独有偶的是，如果人为地使存货降为零—或者使其价格跌到谷底—那么，完全可以避免1929—1932年间遭受的大部分损失，至少是使得损益帐户或资产负债表上看不到这类亏损。

例:早在1913年，考虑到金属价格波动对作为其“正常存量”的三种主要存货(即铅、锡和锑)的影响，国民铅业公司采取了旨在从盈余表中消除这些影响的措施。这是存货的数量是根据企业经营所需的长期持有量制定的;人们据理力争道:每年都改变这一固定数量存货的价值并不比改变生产设备的价值更理所当然。在1930年纺织业大崩溃之前，几家新英格兰的纱厂曾采取过类似的策略，其原料(棉花)和半成品的价格都是按极低的基准价人帐的。

我们还不清楚是否存在一种适合全体工业公司的统一记账方法，来消除损益帐户中某些不真实、扭曲的价格变动。但是一旦这种价格变动出现，称职的分析家就会注意到它并致力于在利润报告值中正确地衡量其分量。

存货膨胀产生的影响—1919年和1920年发生的事件突出地说明:存货价格波动并非只是在萧条时期才显得重要。1919年，工业企业获利十分丰厚;1920年，收益报告值看上去虽参差不齐，但总量大得惊人。那两年许多企业所获得的收益都是存货膨胀—

即商品价格大幅地、投机性地上升—的结果。不仅这些利润的真实性让人怀疑，而且当时的情况充满了危险性，因为大量的银行贷款都被用来购买这些被高估的存货。

例:下表对1918年末一1920年末的收益情况(明显令人满意)和资产负债表情况(无疑令.人担忧)进行了对比，其中包括了大量的龙头企业。

12家工业公司($)

| | 1919年 | 19 |
|---|---|---|
| 普通股收益 | 100000000 | $4 |
| 股息 | 35000000 | 6 |
| 对盈余的冲减 | 5000000 | 1 |
| 盈余增加 | 60000000 | 3 |
| 存货增加 | 57000000 | 84 |
| 其他净流动资产变动 | +30000000 | 1 |
| 工厂设备增加 | 33000000 | 1 |
| 融资增加 | 69000000 | 14 |
| 储备增加 | ……… | 1 |

上表中所包含的公司有:美国罐头公司，美国熔炼和提炼公司，美国羊毛制品公司，鲍德温机车制造厂，中部皮革公司，谷物制品加工公司，通用电气公司,B.F.古德里奇公司司，共和钢铁公司，斯塔

贝克公司，美国橡胶公司，莱克华纳钢铁公为了更具体地说明这个问题，我们同时一提供美’国橡胶公司:的有关材料。

美国橡胶公司(1919—1920)

普通股收益：

1919………$12670000 每股：$17．60

1920………16002000 19．76

总额………$28672000 $37．36

支付的现金股息…………………………………………8580000

支付的股票股息…………………………………………9000000

转入意外储备…………………………………………

6000000

盈余和储备调整

额……………………………………………………………………

贷方2210000

盈余和各种储备的净增加

额……………………………………………………………………

资产负债表(单位：$1000)

| 项目 | 1918／12／ |
|---|---|
| 设备和杂项资产(净值) | 131000 |
| 存货 | 70700 |
| 现金和应收帐款 | 49500 |
| 总资产 | 251200 |
| 流动负债 | 26500 |
| 债券 | 68600 |
| 优先股和普通股 | 98400 |
| 盈余和杂项储备 | 57700 |
| 总负债 | 251200 |
| 营运资本 | 93700 |
| 营运资本(不台存货) | 23000 |

美国橡胶公司在1919—1920年间的状况与1930—1932年间的曼哈顿衬衫公司截然相反。在美国橡胶

公司的例子中，虽然公司的帐面盈余很大，但由于在工厂设备上的大笔投人和存货的危险性膨胀，公司的财务状况一塌糊涂。如果股票购买者只注意到美国橡胶公司在1920年的每股收益接近$2U，那么他将被引人歧途;相对地，如果只注意到许多公司在1930一1932年间的亏损而忽视了其资产负债表状况正逐渐好转的事实，证券市场同样犯了错误。

对盈利能力和资源的长期研究—在对连续的资产负债表进行比较的过程中，这一项内容较为枯燥，因为它只能通过对公司的记录和内在属性进行彻底的研究才能得出。这类分析的目的可以通过对美国钢铁公司及谷物制品加工公司的长期业绩的分析来加以说明。

I.美国钢铁公司

对30年(1903一1932)经营成果和财务变动的分析

调整后的资产负债表去掉了总计$508000000、原属于固定资产帐户的无形资产项目(“水”)。这是通过在1902-1929年间以每年的偿债基金费用(总计$182000000)和盈余特别用款形式进行注销的。这里提到的偿债基金也从损益帐户中扣除了。

A．经营成果(单位：百万)

| 项目 | 第一个十年<br>1903一1912 |
|---|---|
| 成品 | 93.4吨 |

| | |
|---|---|
| 毛销售额(不含公司间交易额) | $4583 |
| 净收益* | 979 |
| 债券利息 | 303 |
| 优先股股息 | 257 |
| 普通股股息 | 140 |
| 盈余和“自愿储备” | 279 |

*提取折旧后的值，但不包括母公司的偿债基金费用。

#包括$204000000的股票股息。

B.资产负债表的变动（单位为百万）

| 项目 | 1902 | 1912 |
|---|---|---|
| 资产： | | |
| 固定资产(减去折旧)和杂项资产* | 820 | 1160 |
| 净流动资产 | 167 | 256 |
| 总和 | 987 | 1416 |
| 负债： | | |
| 债券 | 380 | 680 |
| 优先股 | 510 | 360 |

| | | |
|---|---|---|
| 应记优先股股息 | | |
| 普通股 | 508 | 508 |
| 盈余和“自愿储备” | 411d | 132d |
| 总和 | 987 | 1416 |

c．收益与平均资本的关系(单位为百万)

| 项目 | 第一个年 |
|---|---|
| 期初资本 | 987 |
| 期末资本 | 1416 |
| 平均资本 | 1200 |
| 年平均资本收益率% | 8.1 |
| 年平均资本利息和股息支付率% | 5.8 |
| 平均普通股权益(普通股、盈余和储备) | 237 |
| 普通股权益收益率% | 17.7 |
| 普通股权益支付率% | 5.9 |
| 年折旧 | 24 |
| 平均固定资产帐户 | 1000 |
| 折旧 / 固定资产 | 2.4% |

*未含股息。

D.以上数字的重要意义。—至少从表面上看.

来，这三十年是好坏参半。在第一个十年里，1904一1908年间经营恶化，1911和1912年更是低谷。第二个十年里有三年情况不好，即1914年，1921年和1922年—最后一年不是因为产量少而是因为成本高。第三个十年中，前八年效益不错，紧接着后两年遇到空前的萧条。数据显示，在战争期间也就是中间这十年里，美国钢铁公司获得了丰收，与前十年的盈利率相比，利润增加了300000000多美元。另一方面，在后十年里，投资资本收益率大幅下降。十年中，实际年收益率(5.2%)和目标年收益率(8%)之间的差额几乎达600000000美元。

从另一个角度来看，在这三十年里，美国钢铁公司的实际投资额翻了两番多，生产能力提高了三倍。而与1903一1912年间相比，1923一1932年间的每年平均生产量只上升了27%，每年平均息前收益只上升了12%。该分析将使我们提出下面两个问题:0>是否从战后起，钢铁生产就已经从一个相当兴旺的行业变成了相对无利可图的行业?(2)是否这种变化主要是因为在厂房上的过度盈余再投资导致了生产能力过剩，继而使边际利润下降的结果?

2.谷物制品加工公司(单位:1000 )

1906年2月28日一1932年12月31日

A．平均年收益表

| | |
|---|---|

| | |
|---|---|
| 提取折旧前的收益 | [illegible] |
| 折旧 | [illegible] |
| 利息和股息支付前余额 | [illegible] |
| 债券利息 | [illegible] |
| 优先股股息(已付或应付) | [illegible] |
| 普通股股息支付前余额 | [illegible] |
| 普通股股息 | |
| 可用于增加盈余的余额 | [illegible] |
| 该时期可用于增加盈余的总余额 | [illegible] |
| 普通股、盈余和储备调整 | [illegible] |
| 普通股、盈余和储备金增加额 | [illegible] |

B．资产负债表

| | 1906年2月28日 |
|---|---|
| 工厂设备(减去折旧)和杂项资产 | $49000 |
| 对于公司的投资 | 2000 |
| 净流动资产 | 1000 |
| 总和 | $52000 |
| 债券 | $9571 |
| 优先股 | 28293 |
| 普通股、盈余和各种储备 | 14136 |
| 应记优先股股息 | |
| 总和 | $52000 |

C．资金收益率*、普通股权益收益率*以及总资

本及普通股权益支付率

| 项目 | 1906—1912 | 1915一 |
|---|---|---|
| 平均资本 | $58600000 | $82200 |
| 平均资本收益率 | 5.1% | 10.1% |
| 平均资本支付率 | 4.4% | 4.5% |
| 平均普通股权益 | $15800000 | $44500 |
| 平均普通股权益收益率 | 2.6% | 13.2% |
| 普通股权益支付率 | 无 | 2.9% |

*盈余和储备的调整值已从收益中扣除。

注释

i.工厂设备帐户和普通股权益全部进行了调整，以反映L922年冲销的$}o00000

2，流通债券在1906和1912年都有所增加，以反映子公司发行的证券那部分负债。

3，在最早的资产负债表中，使用了被认为足够准确的估计值。

4、在前两阶段中，债券利息的减少额有一部分是估计值。

5.1913一1922年间普通股.、盈余和储备金的调整主要反映了杂项储备的增加。1923一1932年间的减少主要因为可转让证券出售中的损失和未出售证券

据市场价格所做的相应调整。(1932年资产负债表经过了调整，以反映这种减计。)

对谷物制品加工公司的评价—前一阶段收益很低，如果提取更充分的折旧费用，收益还将更差。正如美国钢铁公司一样，战争也给谷物制品加工公司带来了丰厚的收益。1913—1922十年的主要特征是营运资本的大幅增加和长期债务及优先股的大量减少。折旧费用超过了在新厂房方面的支出。

在1923—1932年间，我们注意到，与美国钢铁公司截然相反，谷物制品加工公司能够随着资本投资的扩大有比例地提高其盈利能力。它的年利润(包括折旧前和折旧后两种)是1912年末的四倍左右。(而美国钢铁公司的增加比率仅为10%o)资产负债表的变化主要体现在财产帐户的进一步大幅减少上(这是因为大量提取折旧费的缘故)，但是对子公司的投资的增加幅度则更大—这表明公司业务在扩大。营运资本的减少主要是由这样一个外在事实决定的，即它所持有的可转让证券出现了严重贬值。

很显然，谷物制品加工公司的记录不会带给我们在考察美国钢铁公司的记录时所产生的那种疑问或顾虑。

- # 第46章认股权证(Stock—OptionWarrants)

在过去的20年，认股权证得到了迅猛的发展。最初，它们是作为依附于债券和优先股的一种参与权的形式出现的。在这种形式下，它们只是被视为高级证券的一个性质，就象转换权一样，因而认股权证本身与公司的资本结构关系不大。后来，人们偶然发现，认股权证可以从其他证券中分离出来，并可以发给承销商、推销商和经理作为对他们工作的补偿。从这一点出发，认股权证自然而然地发展到了下一步:与股票发行一样，独立的认股权证通过销售、交换发行到了公众手中。这样，它们完全成为一种独立的“证券”形式，成为许多公司的财务结构中的重要组成部分和投机活动中光彩夺目的明星。

我们在前面讨论了作为高级证券附属物的认股权证的投机方面。在这一章里，我们将讨论认股权证作为一种独立的金融工具所产生的更大作用。我们将讨论以下三个方面:0)总体描述;(2)认股权证作为一种投机工具的技术特性;(3)作为财务结构的一部分的意义。

总体描述

(可分离的)认股权证是一种可转让的，在一段时

间里购买股票的权利。(附属于信用债券的认股权证有时被称为“信用债券权利”(DebentureRights)。它还有第三个名称叫“股票购买权证”(Stock一PurchaseWarrant)o)它包括如下条件:0)股票种类;(2)数量;(3)价格;(4)支付方式;(5)享有权利的期限;及(6)反稀释协议(这一条请参见第25章)。

适用该权利的股票种类—几乎所有的认股权证都是指对发行公司的普通股的购买权。少数情况下也有适用于优先股(比如，美国溶剂化学公司)或其他公司的普通股的(如中州电气公司发行的优先股所附加的认股权证可购买北美公司的股票;附属于索尔瓦美国投资公司优先股的认股权证可以购买联合化学染料公司的股票)。认股权证的持有人无权收到利息、股息或本金支付，也无投票权。

与认购“权”(SubscriptionRights)的相似之处—认股权证与“认购权”有些相似，后者是公司赋予股东的认购新股的权利。但是在认股权证和认购权之间有很大的不同。认股权证可以在很长一段时间内持有且股票的购买价几乎总是高于权证发行时的报价。而且，该价格总是根据认股权证的条件不同而不同。认购权的有效期较短且股票认购价格固定，通常低于授权时的市价。所以，设计认购权的目的主要是保证持有者行使该权利，从而使公司能迅速获得资金。大体上说来，认股权证与公司的融资要

求毫不相干，所以它们不太可能在短时间内被行使。换句话说，除非在到期前市价大幅下跌，否则认购权都将被执行;除非在近期或将来市价大幅上扬，否则认股权证将不会被执行。认购权一般有效期为团天;而认股权证的最初持续期限极少短于一年，而绝大部分都是永久性的。

支付方式—大部分认股权证要求以现金形式交纳认购费。那些原来依附于债券或优先股的认股权证可以用现金，或者用高级证券支付认购费，高级证券的价值按面值计算。这种可供选择的方法具有重要的实际意义。

例:美国和外国电气公司的认股权证无到期日，执行价格为每股25美元。可以用现金或交出第二优先股(每股100美元)的方式进行支付。1933年10月，普通股售价为$10，第二优先股为$12。由于高级证券的价格很低，即使普通股售价低于执行价格巧个点，认股权证仍然具有了“执行价值”。计算如下所示:

一个认股权证+1/4股第二优先股=一股普通股

认股权证的价值=10一1/402)=7

认股权证的交易基础—认股权证在市场上的买卖方式与普通股一样。截止到1933年末，虽然只有一种认股权证(商业投资信托公司的认股权证)在纽约股票交易所挂牌上市，但是，很多认股权证活跃

在纽约场外交易所和其他交易所。这些工具的交易基础看起来有些古怪，有时甚至大错特错。根据标准规定，“一个认股权证”是指购买一股股票的权利，而不是原先依附于一股普通股的权利。

例:沃尔格林(制药)公司的优先股与认股权证一起捆绑上市，持有者可以凭一股优先股购买两股普通股。按照常规的交易规则，“一个沃尔格林认股权证”意味着一股普通股的购买权，也就是说，一股优先股可以携带“两个认股权证”。

无独有偶，联合雪茄公司发行的股息率为6.50%的优先股附带了认股权证，每股优先股可以购买0.5股普通股。这些认股权证同样以一个认股权等于可以购买一股普通股的权利为交易基础，也就是说，每股股息率为6.50%的优先股携带了“半个认股权证”。

但是不符合这种标准的例外情况很多。

例:商业投资信托公司的股息率为6.50%的优先股携带有认股权证，允许每股优先股购买0.5股普通股(与联合雪茄公司优先股的比例一样)。但是，在纽约股票交易所里，它的交易基础是:“一个认股权证”表示原先依附于一股优先股的认股权证，也就是说，它代表对0.5股普通股的认购权。同样违反常理的还有尼亚加拉一哈德逊电气公司的B类认股权证，洛氏股份有限公司的优先股认股权证和平安道

商店的“旧系列”(oldseries)认股权证，等等。

当认股权证允许认购的股数发生变化时，习惯程序将继续按“一个旧认股权证”为“一个认股权证”来交易。

例:“一个洛氏股份有限公司的债券认股权证”最先可以购买一股普通股，价格为每股$55。它代表的是依附于洛氏股份有限公司发行的面值为$200、利率为6%、于1941年到期的债券的认股权证。1928年公司支付了25%的股票股息之后，反稀释协议规定:在原来认股权证可认购一股的基础上追加1/4股。表面上“一个洛氏股份有限公司的债券认股权证”没有什么变化，但实质上它可在$55的价位上购买1.25股。同样地，当商业投资信托公司按1:2.50的比例分割股票时，一个认股权证可以有权购买11/4股新股票，而不是0.5股旧股票。

但是有时也会出现一些相反的例子。

例:尼亚加拉一哈德逊电气公司A类认股权证。它可以以每股$35的价格购买一股普通股。公司在1932年调整了资本结构，每三股普通股换一股新股。因此，原来的“一个认股权证”现在可以用$35购买1/3股，即每股购买价为$105。纽约场外交易所于是对“一个A类认股权证”重新定义，认为其代表购买一股新股的权利。所以，三个旧认股权证变成了一个新认股权证。

我们在这里给出技术上的细节是因为在正规的教科书中没有出现过这类描述。那些购买或出售一个特定认股权证的人必须弄清楚其交易所遵循的基础。“

出于各种目的发行的认股权证A.依附于高级证券—辛克莱采油和炼油公司在1917年发行的利息率为7%的债券可以算作最早的例子。到目前为止，最引人注目的是美国和外国公司发行的价值$270000000的第二优先股所附带的认股权证，据此可以购买7100000股普通股。

B，作为对承销商的补偿—第一个重要例子应该算是巴恩斯代尔公司于1926年发行的价值$25000000，利率6%的债券所附带的认股权证。银行家们收到可以购买500000股普通股的认股权证，作为对他们工作的一部分报酬。在接下来的高价期间，这些认股权证价值达$13000000。

C.作为对推销商和管理者的补偿—一个显著的例子当属1929年1月美国石油公司的成立。当时，公司以每股$34发行了3250000股普通股。推销商和管理者得到了可以在每股$34的价格上购买1625000股普通股的五年期认股权证。

D.在合并或重组中发行以交换其他证券—州和南方公司发行了大约17500000个认股权证，以及34000000股普通股以及1500000股优先股，它们主要

被用来交换六个附属公司的证券。有趣的是，它发行的普通股和认股权证是为了交换宾夕法利亚-俄亥俄爱迪生公司和南方能源和照明公司的认股权证。

1933年，阿莫尔公司(伊利诺伊州)提出资本重组计划，准备用认股权证替换A级和B级普通股。计划总共发行5000000个认股权证。后来，该计划由于遭到反对而泡汤了。

E.依附于原始普通股—美国公共事业控股公司售共计出

了2500000股带认股权证的普通股，其认股权证可以购买同样数目的额外普通股。另外，组织者还购买了500000股A类普通股(具有投票权)，以及可购买1000000股A类普通股或一般普通股的认股权证。

F.单独出售以获取现金—1929年，第四国民投资者公司将750000个认股权证卖给其母公司，共获得现金$3000000。

认股权证，一种投机工具

从广义上来说，认股权证具有与低价普通股大致相同的性质，我们曾在第41章中对此进行过讨论。从名称和形式来看，认股权证与低价股票的实质一样，都是着眼于企业的长期发展。认股权证与普通股之间的关系，大致等于普通股与该公司的投机性高级证券之间的关系。也许有人会反对说，认股权证比低价普通股优势大得多，因为后者常常代

表不成功的企业而前者通常代表那些春风得意、踌躇满志的企业。当然，我们承认这种优势的存在，但这不足以使我们不分青红皂白地偏爱认股权证，而拒绝低价普通股。

质量因素—与其他所有的投机性承诺一样，一个认股权证的吸引力在于两个完全不同的因素:质量因素，即企业的属性，尤其指它能够获得巨大发展的机会;数量因素，即认股权证提供的条件，包括它的价格和购买普通股的价格。我们不能指望证券分析来揭示哪些企业最有可能在今后稳步前进。所以，在挑选投机工具认股权证时，在质量因素方面，我们要说的不多。因为一般说来，一个认股权证只有通过收益增加才能拥有有形价值，我们应该更看重变化的前景而不是稳定性。例如，公共事业类认股权证在1928一1929年间变得大受欢迎，并不是因为公共事业更稳定，而是因为当时市场认为收益将继续无限制地增加。

至于价格大幅上升的数学概率，我们曾经说过，投机性融资企业的普通股的机会更大一些。(像在第40章讨论过的A.E.斯塔利公司和美国供水和电气公司一样。)所以，有权购买这类普通股的认股权证也可以说拥有了一个特殊的投机优势。但是，这实际上是一个数量问题，而不是质量问题。在我们看来，我们很少能够断言说:某一个特定行业的长期

发展前景比平均水平好，所以与它相关的认股权证也比与其他行业相关的认股权证更具吸引力。但是，如果某一个投机者在这一点上已确定了自己的选择和偏好，那么他最好的做法就是遵循它们。

数量因素:低价的重要性—从数量的角度指出那些决定认股权证相对吸引力的因素较为容易些。这些因素包括:第一，较低的价格;第二，较长的期限;第三，接近市场价的期权价(或购买价)。从投机理论来说，这三点中最重要的无疑是认股权证的低价格。我们可以通过比较辛克莱采油和炼油公司在1917年发行的认股权证和尼亚加拉一哈德逊电气公司1929年发行的B类认股权证推出这一点。

例:辛克莱采油和炼油公司于1917年发行的面值$1000的

票据中附带了认股权证，持有者可以在1918年8月1日之前以每股非45购买25股股票;在1919年8月1日之前以每股非47.50的价格购买25股股票;在1920年2月1日之前以每股$50的价格购买25股股票。1917年12月，股票降价到每股$25.25，可购买25股普通股的一个认股权证售价为$20，也就是说，每股80分。在这里，股票的市价远远低于期权价，但是期权本身可以以每股很低的价格买到。后来发生的事情具有典型的投机性市场的特征。在不到18个月里，辛克莱采油和炼油公司的股票上升为每股$693/4，使可

购买25股的认股权证的价值上升为$550。股票价格上升175%，导致认股权证的价格上升2680%,,

尼亚加拉一哈德逊电气公司一俄亥俄爱迪生公司B类认股权证赋予持有者用$50购买31/2股普通股的权利，即每股$14.285。当认股权证于1929年在纽约场外交易所上市时，卖价为$60-一一相当于每个认股权证为$17—而股票价格为$22.50。在这种情况下，投机者购买认股权证的价格几乎等于其购买普通股的价格。当年晚些时候，后者价格上升到每股$31时，认股权证上升幅度较小，价格为$21。同年更晚些时候，普通股价格跌至$11.25，认股权证暴跌到$2。这些比较说明在$17时，尼亚加拉一哈德逊公司的B类认股权证的价格不具有任何吸引力。

低相对价格的重要性—人们都希望，认股权证不仅本身价格较低，而且相对于普通股价格也较低。为了说明这一点，我们比较商业投资信托公司1928年的认股权证和美国和外国电气公司1933年的认股权证。

例:商业投资信托公司于1928年8月以$6的单价售出认股权证。持有者可以在1929年末以$90购买0.5股普通股，在1931年1月1日之前以非100购买0.5股普通股。当时普通股售价为$70。所以，购买对应于一股普通股的认股权证需投人$12，或者大约等于当时股票价值的1/6。尽管认股权证赋予持有人购买股票的

价格偏高，它仍然因为低成本而具有投机优势。(后来发生的事是，认股权证的价格在1928—1929年间上涨了5倍，而普通股价格只上涨了3倍。)在美国和外国电气公司例子中，我们曾在前面说过，认股权证的价格等于$7，恰好反映了与普通股之间的平价。但是本身只卖$10的普通股使卖价$7的认股权证几乎毫无投机优势可言。我们将在后面看到，这使普通股和认股权证陷人了“冒牌”低价投机品之列，我们曾在第41章中讨论过这种类型。

前面讨论的结果是:从投机角度来说，一个给定的认股权证只有在低成本，期限长，购买股票的价格与当时的市价相去不远时才具有投机吸引力。

例:上面提到的辛克莱采油和炼油公司和商业投资信托公司满足这些要求。1927年巴恩斯代尔石油公司的认股权证为我们提供了一个罕见的例子。它们可以在$25的价位上购买股票。当股票售价为$31时，认股权证价格为$6，二者正好处于平价关系上。在这种情况下，股票价格只要一上升，就表明—后来确实表明—认股权证的价格上升的比例更大。

技术优势通常不存在—1928—1929年间认股权证的交易空前活跃，当时存在这样一个趋势:这些工具售价都很高(从相对和绝对角度来说)，所以它们相对于典型的普通股缺乏技术优势。在随之而来的经

济萧条中，许多认股权证可以很便宜地买到;但是相关的普通股的价格仍然很低，以至于认股权证仍然缺乏相对的吸引力。这一点可通过以下一些认股权证(1933年末)的情况来说明。

认股权证名称

联合飞行器和运输公司
阿特拉斯公司
联合公司
三大陆公司
尼亚加拉一哈德森电气公司A类认股权证
石油公司

从投机的角度来看，这些认股权证都不具有吸引力。就石油公司的认股权证而言，期限较短破坏了一个本来很有趣的价格关系。(换句话说，如果认股权证的有效期不是一个月而是五年，那么它们将因售价为1.50分而使投机者趋之若鹜。)

认股权证，资本结构的一部分

从本质上来说，认股权证是企业前景的一个具体化身。但是从将来的业绩改善或提高中获益的权利却与生俱来地属于股东。他提供资金，并承担起亏损的"第一风险"的一个重要原因，就是为了得到这种回报。所以，关于认股权证的一个基本事实是:

它代表了从普通股中取走的某种东西。这是一个很简单的等式:

普通股的价值+认股权证的价值二普通股自身的价值(即不含认股权证)。

认股权证意味着相关股票价值的减少—为了具体地说明这一点，我们假设A公司原有资本$2000000，年收益$200000。在外流通股为100000股，每股$20。管理阶层向自己或股东发行了认股权证，可以据此购买100000股普通股，价格为每股$20。这一步骤对股票的价值会产生什么影响呢?

在发行之时，认股权证没有"执行价值";然而它们具有真实价值，并且这种价值要求在市场价格中得到体现。一旦普通股的价格上涨，持有者就有利可图，所以人们值得拥有这种权利并花钱去买它。可能每个认股权证应值$5。如果真是这样，那么因为认股权证的出现，普通股的价值应该减少$5—因为认股权证的价值应该从普通股中扣除。

普通股价值减少的具体原因在于即使以后情况改善，它也只拥有50%的股份(而以前拥有100%的股份)。这种稀释效果可以通过假设企业的价值翻倍来看到。结果如下:

A.100000普通股;无认股权证;

原价值$2000000;每股$20,

收益$200000;每股收益$2

新价值$4000000;每股$40

收益$400000;每股收益$4

B.100000普通股，认股权证可购买100000股普通股，价格$20/股

原价值$2000000;每股$20，减去认股权证的价值。

新价值$4000000;每股$40，减去认股权证的价值。

股票价值的增加，导致认股权证的被行使。公司共计收到现金

$2000000,发行了100000股新股。假设新增资本收益率为10%，即新增收益$200000。

企业的新价值为$6000000;每股价值$30;收益$600000;每股收益$3。

在A项下，股票的价值(假设占资本总额的10%)将增加到每股$40;在B项下，它只上升到$30。后一个数字可以证实我们的假设，即认股权证最初的价值为$5，股票的价值为$15;因为在$30的价位上，股票和认股权证的价值都增加了100%o

显而易见，当企业收益和价值增加时，认股权证使普通股所得到的利益减少了。所以，使用认股权证去购买股票，即使价格高于市价，也会使普通股的现价减少，因为一部分现价的基础是享有企业未来增长的利益的一种权利。

稀释股票价值的一个危险工具—由于认股权证间接地不知不觉地稀释了股票的价值，所以它是一个充满危险、令人不快的工具。股东对认股权证的发行漠不关心，殊不知他们将来的部分权益已经被它带走了。股票市场，带着常有的粗心大意，对普通股的价值评定在认股权证发行前后一模一样。所以，认股权证可以用来作为对推销商或其他内部人员的不合理报酬，因为它反正不会引起普通股东的怀疑和批评。而且，由于(带着一些人为操纵的因素)大量认股权证可以在不减少普通股价格的基础上获得很高的价值，所以公司的证券表面上达到了一个很高的市场价值。

归谬法—认股权证的全部价值都是以普通股价值的减少为代价得到的，公众对这一点缺乏认识会导致了一个荒谬的(如果不是有害的的话)习惯。我们指的是那些附带认股权证(可以购买额外的普通股)的原始普通股的发行。这对股东毫无利益可言，而且它破坏了保持企业财务健康的一个显而易见的法则。一个经营良好的企业只有在需要新资本时才会增发新股，这时股东通常有权按比例购买新股。9在不需要资金的时候将购买权分给股东，除了具有欺骗人们相信自己得到了某种实惠的作用之外，从各个角度来看，都是不明智的。这很象一些公司有时采用的一种做法，即以44&时凭证”的方式发给

股东股息，董事会可以在任何时候将这种凭证赎回。这种“临时凭证”是普通股内在权利—即有权在将来董事们认为合适的时候获得股息—的一种纯属多余的单独表示形式。”“同样地，依附于原始普通股的认股权证也是普通股股东参与未来新股购买的内在权利的多余的表示形式。

对认股权证的弊端的进一步研究与两个更广泛的关于财务业务的研究结合在一起—第一个研究涉及公众为企业融资和管理所支付的价格;另一个则涉及一组操纵性强且充满危险的公司业务，即“连环虚胀”。我们将在下面的章节讨论证券分析的这些方面。

- **第47章融资和管理成本**

让我们更详细地来讨论上一章提到的美国石油公司的组织和融资情况。这是一家大型投资公司，专门经营石油行业的企业证券。它向公众发行了3250000股股票，每股价格为$34。公司因此收到每股$31，共计$100750000的净额现金。它向无记名接受者—主要是促销商、投资银行家和管理者—发行了认股权证，有效期为5年，可以同样在每股$34的价位上购买1625000股普通股。

这是那段时期投资信托行业进行融资的一个典型代表。而且，我们将会看到，这种在繁荣年代发展出来的融资技术延续到了随后的萧条时期，并有可能成为各种企业进行股票融资的标准做法。但是，我们完全有理由对这种组织形式的真正含义表示怀疑:首先，股票的购买者从中得到了什么;第二，负责发行这些证券的投资银行的立场。

管理成本中的三个项目—一家新兴的投资信托公司—如1929年1月的美国石油公司—最初的资产有两项:现金和管理。以每股$34的价格购买股票的投

资者被要求以三种方式来购买这种管理，即:

1.他们支付的价格和公司实际收到的金额之间的差额。

的确，每股$3的差价并不是支付给了管理者，而是支付给了那些承销和销售股票的人。但是从股票购买者的角度来说，股票价格高于该股票背后的初始现金的唯一理由是，为得到公司的管理技能，值得支付这个差价。

2.发行给组织者的认股权证的价值。

在接下来的五年里，只要企业发生任何增值，持有这些认股权证的人都有权得到其中的1/3.(从1929年来看，五年期提供了一个分享企业未来成功的充分机会。)这批认股权证具有实际的价值，并且这些价值是从普通股的初始价值中扣除出来的。

我们在上一章中对假设的例子进行的计算结果一样，1625000个认股权证使普通股的价值减少了1/6。这种估计是基于与普通股相关的认股权证的实际市场价格而正确作出的。在这个基础上，公司最初收到的价值’$100750000现金中有1/6属于认股权证，5/6属于普通股。

3.高级职员将收到的工资和采用公司这种形式而引起的额外税收。

对上面的讨论进行一个小结，我们发现，美国石油公司的股东将为对他们的资金进行投资所需要

的管理技能支付如下价格:。

1．融资成本(每股$3)………………………………$100750000

2．认股权证的价值(现有现金的1／6)………………约16790000

3．对未来管理工资的扣除额等…………………………………?

总额………………………………………………$26500000+

据说，这三项加起来占据了公众对企业实际支付的金额的25一30%。这个比例不是未来利润的扣除比例，而是为得到管理技能而实际牺牲的投人本金的比例。

支付该价格得到了什么?—为了进一步研究的需要，我们不由要问:这家企业拥有的管理技能是什么呢?董事会由许多金融界知名人士组成，他们在投资方面的意见很有价值。但是，我们必须在这里特别指出，这种意见的价值存在两个严重的缺陷。第一是董事不必将自己专门或全身心地投入到该企业中去。他们被允许无限地扩张他们的这类业务，而且看来他们也确实打算这样做。常识告诉我们，由于同时有许多其他公司向他们进行咨询，他们为石油公司提供的专家意见的价值将大打折扣。

一个更明显的缺陷来自于公司的单一性投资行

为。公司希望在一个领域—即石油产业—的投资上大展拳脚。所以管理者进行判断和分析的范围是很有限的。结果，资金首先集中运用到了两个关联公司—大草原管道公司和大草原石油和煤气公司，然后又集中投人到了一个单独的后续企业(联合石油公司)中。这样一来，美国石油公司呈现出一个控股公司的模样，而一旦完成了原始收购，其管理技能的运用似乎就微乎其微了。”

我们不得不推断说:象美国石油公司这样的财务方案是不能令股票购买者满意的。这不仅仅因为他为管理支付的总成本相对于公司提供的服务的价值来说偏多，而且因为这种成本并没有完全地公开，而是使用认股权证的诡计很好地将它隐瞒起来了。(上述推理并不是根据美国石油公司的投资被证明是无利可图的这个事实作出的。)

在这一点上，投资银行的立场。—该例子提出的第二个问题也很重要。发行象美国石油公司这样的证券的投资银行是何立场，它与前几年的做法有何不同?在20世纪20年代后期以前，著名的发行公司向公众发行股票都遵循以下三条重要的原则:

1.企业必须经营良好，并且提供足以说明以发行价购买股票的合理性的记录和财务报表。

2.投资银行家必须首先作为股票购买者的代表来行事，他必须与公司的管理者保持距离。其职责包

括:避免客户对公司高级职员支付过多的报酬，或者避免其他对股东利益不利的政策。

3.投资银行家得到的报酬必须合乎情理。它应代表公司

为融资服务支付的费用。

这些行为准则使认真负责的股票融资和声名狼藉的股票融资一目了然。一个公认的华尔街格言认为，一家新建企业的资本必须通过私人募捐的方式获得。12这些私人参与者应能够开展自己的调查，作出自己的交易，并与企业保持密切联系，所有这些保障措施(加上获利丰厚的机会)在投资于新办企业时都是必不可少的。因此，一个新企业的证券的公开发行几乎完全由那些“不保险”("blues冲，’)的促销商和有问题的小型公司来承担。由于公众支付的价格中融资费用占据的份额过多，所以这种发行很大一部分属于公然的诈骗或类似公然的诈骗。

投资一信托融资，就其本质来说，就不得不违背这三条有声誉的股票发行所遵循的准则。因为投资信托是新兴企业;它们的管理者和它们的投资银行大体上是相同的;对融资和管理的报酬不得不完全由接受者决定，而缺乏公认的合理标准去监控。由于缺乏这种标准，又由于在企业和银行家之间没有保持距离型的讨价还价—这种讨价还价是极其宝贵的—所以证券购买者的利益得不到充分地保证。考虑

到1928年和1929年在金融界流行的全面扭曲和自私自利的观点，这种状态也许是情有可原的。

令人沮丧的结果—这些方方面面产生的结果极其令人灰心丧气，并且其不幸的影响并不仅仅局限于经济繁荣时期组建的投资信托公司的财务结构中。因为实际上，普通股融资中出现的这些令人不快的特征似乎正在形成并扩大开来。1933年的股票发行的特点决不会使保守的分析家打消疑虑。我们发现，声誉卓著的发行公司现在很愿意销售新的(或实际上是新的)商业公司的股票，这些公司没有过去的记录，它们的股票发行完全以公司未来的预期收益为基础。这不可避免地表明，投资银行家根本没有站在股票购买者的立场。因为一方面，新公司还不是一个独立的实体，还没有能力以一种超然的态度与代表投资者利益的各式银行家讨价还价;另一方面，银行家本身部分是促销商，部分是新企业的业主。从某种重要意义来说，他是在为自己从公众手中募集资金。

投资银行家的新作用—更准确地说，投资银行家现在是以两种姿态行事的。他代表自己与公司的创办人做交易，然后他与公众做另外一笔交易，即从他们那)L募集到自己向公司许诺过的资金。他要求—无疑也有这个资格—为自己的辛劳支付一个可观的报酬。但是正是这种报酬的数量引起了他与公

众之间关系的巨大变化。因为股票购买者到底是将投资银行家看作其不可缺少的代理人和代表，还是将发行公司看成一个致力于募集资金的企业的促销商一业主一管理者，是完全不一样的两码事。

如果投资银行成为了后者，那么广大公众的利益必然受到损害。1933年颁布的证券法就是想通过以下途径来保护证券购买者的利益:要求企业完全公开相关事实，并且扩充了隐瞒或报告失实所应承担的责任。完全公开相关事实无疑是大受欢迎的，但除了对于那些精明熟练的投资者或老练的分析家外，对其他人可能并没有什么实际用途。有人不由担心，一个典型的股票购买者既不会仔细阅读长篇大论的招股说明书，也并不能理解其全部含义。现代的融资方法就好象魔术师的袋子;只要公众不是绝顶聪明的人，它们就可以在众目睽睽下变出戏法来。以认股权证作为对承销商一促销商的一部分报酬是这场交易中更新式、更具欺骗性的伎俩。我们将详细讨论1933年新企业股票融资的一个例子，据此说明这种发行的特征和评价它们所需要的分析技巧。

例:毛奎恩股份有限公司—这家公司组建于1933年7月，其目的是为了重新振兴毛奎恩家族的酒类进口行业，毛奎恩家族早在禁酒令颁布之前就在这个行业经营了数年。公司向公众以每股$6.75的价格

发行了55000股普通股，其中每股$5人了公司金库，另外$1.75留给了承销商，用于支付销售费用和作为他们的利润。这个融资成本(大约占26%)显然大大高于老企业增股时所支付的数额。但是毛奎恩公司的融资还包含了其他对股票购买者来说至关重要的因素。我们可以总结如下:

、，承销商得到可在每股$1的价位上购买‘14001)股普通股的选择权。

2.承销商还得到一个第二选择权，有权以每股$7的价格购买普通股30000股，有效期接近2年。

3公司向其前身公司的所有者发行了176000股普通股，以补偿他们对原公司所有资产的所有权，这些资产包括仅$108,000的有形资产，和“评估价值”为$876000、资产负债表上为$438000的商标名称等。

以$1的价格购买14000股的选择权无异于一个诡计，除了使公众误认为这是对承销商支付的费用外，简直让人无法理解。显然，公司希望这些股份能够迅速被认购和再流通。这种安排仅仅意味着，公司宁愿收到每股$4.20的普通股69000股，而不愿收到每股$5的普通股55000股。所以，真正的销售佣金达到了

卖价的38%，而不是表面上看起来的26%。进一步地说，以每股$7购买30000股的额外权利所构成的某种现金价值也必须包括在融资成本中。

大部分发行给原公司所有者的股票所遵循的条件，在我们的讨论中更为重要。如果只考虑有形资产，这些所有者可能只花了每股62分的价钱就购买了176000股普通股。毫无疑问，商标名称等无形资产由于预期的获利能力而具有价值，但是否这种价值就恰好等于62美分和6.75美元之间的差额，我们对此表示怀疑。

省略一些细枝末节，我们可以对这次发行做一个全面总结。我们会说，公众为股票支付每股$6.75的价格，实际上是被迫对一个有形资产为$424000且无盈利记录的企业做了$1670000的估值。这意味着将近75%的售价实际上被用作销售佣金，或者作为对组织者的奖赏，以报答他们在交易中所做的联络工作，和他们可望为投人资本带来的超常利润。这种分析清楚地揭示了公众在该融资方法中所遭受的双重不利因素—第一，通过使用计谋来掩盖交易的真正条件;第二，在发行公司和公司管理者之间不存在保持距离的和相互批评的关系，而我们曾在前面强调过这一点的重要性。

我们只好不情愿地说，任何法律强制要求的公司披露，都不能使证券购买者获得他先前曾获得的那种高度保护，那种保护是通过老牌投资公司作出的经验丰富的判断和谨慎公平的交易提供,,

的。13

“蓝天”促销术—在“美好的旧时光”里，诡计多端的股票促销商几乎全靠强力推销术，以至于很少花力气将自己的方案伪装成很有价值的模样。他们甚至能够销售不是“地上一个坑”的矿井的股票，他们还能以亨利·福特的早期合伙人获得了巨额利润为由推销某项发明的股票。受害人购买的除了“蓝天”外什么也没有。任何一个稍微有些商业常识的人都会一眼看出这些企业毫无价值;实际上，用来记载招股说明书的金光闪闪的纸张本身就足以证明该方案的欺骗性。

联邦和各州反诈骗法规的加强促使证券促销活动改变了方式。促销商不再提供一些完全没有价值的东西，他们转而挑选一家货真价实的企业，对其合理价值进行多次出售。通过这种方式，他们既没有违法又可以同样欺骗公众。石油和矿产行业最适合发行这种证券，因为促销商可以轻而易举地将公司的真正价值夸大后灌输给那些没有什么知识的人。典型的石油类股票的发行就是将丰富的产量带来的即期收入当作永久性的收入来资本化，但实际情况显然不会是不是这样。保持或增加产量的前景被渲染得热火朝天，而实际上这需要不同寻常的好运气才可能做到。

在1933年发行的不计其数的金矿股票中，绝大多数包括了原先建起来、在富矿被挖净后已被放弃的

财产。这些情况允许公司制作出合法但令人误解的报表，上面记录了由矿井产出的“时至今日”的巨额黄金产量和实际花费在矿井开发和设备上的大笔开销。黄金的价格上涨可以被适当地强调;但是促销商和他们的推销员对此肯定进行了过度的渲染。因此，在这个典型的例子里，粗心的购买者心悦诚服地掏出$5来购买本来价值$1的一股普通股。不用说，当公众为这些股票支付的价格只有不到一半进人了公司的金库—剩下部分成为促销和销售费用—时，他们花钱买来的东西不可能物有所值。(除非奇迹发生—但是即使在石油和矿产行业奇迹也很罕见)。

促销活动也瞄准了所有公众眼里的新企业。那些最早涉足某个领域的企业所创造的利润，或者甚至发行公司目前正赚得的利润，被戴上了利润将长期存在或未来还会增加的伪装。因此，全面的高估却能够被包装得合情合理，继而被卖掉。1933年酒类股票发行中，高估的程度完全取决于发起者的良心。因此，这些股票发行包括了从完全合法的到几乎纯属欺骗性质的所有类型。参与这类新股发行的声誉卓著的公司，即使他们自己的发行方案无可厚非，但由于他们使毫无鉴别力的公众更易接受那些看起来一模一样实则由寡廉鲜耻的促销商发行的证券，所以他们仍然应受到指责。

声誉不佳的投资银行所造成的影响—20世纪20年代末，投资银行家标准的放松，以及他们增加自身报酬的巧妙方法，在公司管理层领域产生了一些不好的影响。业务主管认为自己不仅有权获得可观的工资，而且有权参与企业的巨额利润分配。在这方面，由银行公司出自对自己利益的考虑而制定的投资—信托安排，对于“大企业”世界来说是一个令人心动的例子。

一个成功的大公司的决策者是否应该收到成千上万甚至数百万美元的年报酬额，已经成为一个有争论的问题。它的答案将取决于该公司的成功到底有多少来自于决策者独一无二或超凡脱俗的能力，而这又是一个很难断定的问题。但是可以肯定的是，一些狡猾可疑的方法经常被用于保证管理者的巨额奖金上，而这些奖金的规模却没有向股东充分说明。可以以低价购买股票的认股权证(或长期的认购权)被证明是达到这个意图的好工具—我们已经在对股东和管理者之间的关系的讨论中指出过这一点。在这个领域，不仅从理论上而且从实践上来说，完全、持续地的信息披露是最好不过的。如果对管理者的报酬完全公开，[14]并且得到认真的分析，那么公众的意见就可以在相当程度上阻止这种报酬超过合理的界限。

- **第48章公司金字塔式结构的某些方面**

公司财务中的金字塔式结构是借助于一个或一系列控股公司而形成的投机性资本结构。通常这样做的最主要的目的就是使组织者能以少量乃至根本没有的投资来控制庞大的企业，同时也使他们自身能索取大部分的剩余利润和日益增加的继续经营价值。这种方式最经常的是被占支配地位的股东用来变现其股份上的投机利润，以此同时继续保持其控制权。由此获得的资金，通常又被这些成功的金融大腕们用于扩大对其他经营中企业的控制。我们可以通过O.P和M.J.范·斯沃林根的一系列操作实践，来说明这种金字塔式结构的奥妙。他们从购买当时毫不起眼的纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司开始，迅速发展成为分布极广的铁路“帝国;。>50

例:范·斯沃林根的金字塔式结构—范·斯沃林根在铁路领域的最早一笔交易是在1916年，他们当时从

纽约中央铁路公司手中购买了总额达$8500000的普通股和优先股，由此控制了纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司(后者被称为“镀镍公司”)。这笔交易是通过支付$6500000的票据和从克利夫兰市的一家银行借来的$2000000的现金完成的。后来，范·斯沃林根又通过应用下面的几种主要方式，获得了对其他许多公司的控制权:

1、有目的地组建私人公司(如为收购伊利湖和西部铁路公司而组建西部公司，以及为收购托莱多一圣路易斯一西部铁路公司而组建三叶草公司—这两个公司都组建于1922年)。

2、利用一个已被控制的铁路公司的资源来获得对其他公司的控制权。(如在1923-1925年期间，纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司购买了切萨皮克和俄亥俄铁路铁路公司和佩尔·马凯特铁路公司的大量股票)。

3,组成控股公司来控制单个铁路公司，同时向公众出售控股公司的证券(如:切萨皮克公司，它在1927年接管了切萨皮克和俄亥俄铁路公司的控制权，并向公众出售自己的债券和股票)。

4,组成一般的控股公司(如:1929年注册的阿勒格尼公司，这一野心勃勃的公司控制了许多铁路、煤炭和不同性质的企业)。

1930年，一份关于“范·斯沃林根控股公司”的报

告16提交至众议院，其中包括一张很有趣的图表。它对范·斯沃林根所掌握的控制权和他们在被控制企业资本中相对较少的股本或金融权益作了比较，我们附上这些数据的简要概括(见下表)。A栏的数字反映了范·斯沃林根持有或控制的有表决权的证券的比例，B栏的数据显示了直接或间接归他们所有的“缴入资本”(债务、股票、盈余)的比例。

我们有必要来回顾一下在战前为了对铁路资产实现金字塔式

控制，控股公司采取的类似做法，尤其是岩石岛公司采取的做法。这家公司于1902年组建，通过其中介子公司，它几乎获得了芝加哥一岩石岛一太平洋铁路公司的所有普通股，以及圣路易斯和旧金山铁路公司近60%的股本。依托这些股本，这两家控股公司发行了数额巨大的抵押信托债券、优先股和普通股。1909年，它们将圣路易斯和旧金山公司的股票脱手。1915年，岩石岛公司和它的中介子公司双双破产，营业公司的股票被抵押信托债券持有者接管，同时控股公司发行的股票也一笔勾销了。

| 公司 | A．控制% |
|---|---|
| 控股公司： | |
| 凡纳斯公司 | 80．0 |
| 通用证券公司 | 90．0 |

| | |
|---|---|
| 日内瓦公司 | 100．0 |
| 阿勒格尼公司 | 41．8 |
| 切萨皮克公司 | 71．0 |
| 佩尔·马凯特公司 | 100．0 |
| 弗吉尼亚运输公司 | 100．0 |
| 皮茨顿公司 | 81．8 |
| 铁路公司： | |
| 纽约一芝加哥一圣路易斯铁路公司 | 49．6 |
| 切萨皮克和俄亥俄铁路公司 | 54.4 |
| 佩尔·马凯特铁路公司 | 48．3 |
| 伊利铁路公司 | 30．8 |
| 密苏里太平洋铁路公司 | 50．5 |
| 霍京河谷铁路公司 | 81．0 |
| 慧灵城和伊利湖铁路公司 | 53．3 |
| 堪萨斯城西南铁路公司 | 20．8 |

那时人们认为这种投机的不光彩结局标志着铁路行业"高明筹资"的结束，然而10年之后，这种不正当的做法卷土从来，规模更大，相应地给投资者带来的损失也更大。值得一提是，正如1914年州际贸易委员会对岩石岛公司的财务状况开展调查一样，国会对1930年成立的铁路控股公司也进行了类似的调查。金融界健忘是众所周知的，令人无可奈何。

公司金字塔式结构的危害—金字塔式结构对购买证券的公众来说是有害的，体现在如下几个方面:

它形成并向投资者出售了大量的不安全的高级证券;它使控股公司的普通股在行情好的时候呈现出盈利能力快速增长的假象，并且使这些股票总是成为灾难性的疯狂投机工具;那些实际没有资本投资的人控制了公司的财产，这是不公平的，容易导致不负责任和不完善的管理决策;最后，控股公司这种形式在繁荣时期存在某种夸大预期收入、股息回报、或者“帐面价值”的情形，不仅助长了投机热情而且使市场更容易被操纵。在这四项针对公司金字塔式结构的反对意见中，前三项是再明白不过;最后一项则需要对其适当进行进一步的分析，才能理解其不同的含义:

收入的夸张—控股公司可以通过以过高价格估计其从子公司获得的股息，或者将出售子公司股票的收入计人收益，来夸大自身表面的盈利能力。

例:中州电气公司的主要资产就是大量的北美公司的普通股，这些普通股定期支付股息。1929年底前，这些股息被中州电气公司按当时的市场价值计为收入。正如我们在关于股息的章节中的讨论的那样，这样的市场价值平均起来远远高于北美公司在其盈余中冲销的股息，并且也远高于该公司可用于普通股分配的收益。因此中州电气公司的损益帐户给出的是有关公司收入的错误印象。

美国创立者信托公司于1927年的报告中披露了与

前者性质有些不同但效果相似的一笔交易。该年11月，该公司向股东提供了以每股16美元购买美国国际证券公司近88400股B类普通股的特权。后者是它的子公司，美国创立者信托公司在1926年以每股3.7美元的现金价格控制了它的B类普通股。美国创立者信托公司1927年的报告显示，其普通股净收入达到$1316488美元，但是其中绝大部分是由于它自己的股东购买子公司的股份所带来的。

对股息回报的曲解—定期向股东支付市场价值高于即期收入的股票股息，会在公众的印象造成混乱。这种方式最经常被控股公司所采用，在前面章节中我们已详细讨论过它。人们也容易误把不时发放的认股权的价值等同于普通股的收入回报。金字塔式公司在发放这种认股权方面十分慷慨，因为新的收购和新的融资不断在交替。这种循环不仅激发了那些享有控制权的公司的雄心，而且使投机欲望保待在狂热状态，直至不可避免地破产。

认股权的发行有时使股市有机会沉眠于这种奇怪的循环推理，这种循环推理是市场操纵者的快乐，但却是分析家的悲哀。A公司的股票显然最多值25元，但投机或者操纵活动使之上涨到75元。这时给予股东以每股25元的价格再购买股票的权利，于是认购权也就有了市场价值—比如每个认股权10元。对于那些投机者来说，这些权利实际上相当于

10元的特别股息。这种股息不仅使人们认为股票上涨到75元是正当的，而且还更乐观地认为价格可能更高。对于分析家而言，整个过程是一种骗局和陷阱，不管这个权利的价值是多少，‘它完全是由投机者盲目的热情所创造出来的。但是，这种虚幻的价值通常被看作是实在的收入，以及催生这种收入的市场热情自有其道理的证明。这样，加上操纵者的推波助澜，投机公众不由自主地使自己陷于匪夷所思的狂热状态

例:1928年和1929年2月间，尽管没有支付股息，美国和外国能源公司普通股从33上涨到138.625，普通股持有者(以及其它证券持有者)被给予以可分离的认股权证购买第二优先股的权利，最初这些权利的市场价值是3元，许多人把它看作是普通股的股息。

帐面价值的夸大—当一个控股公司持有其子公司的大部分股份时，就可以通过操纵残留在市场中的少数股票而人为地抬高子公司股价，这时其帐面价值会被夸大，因为控股公司按这个高价来计算其股票帐面价值(有时叫“财产清算价值”)。我们可以来看看这方面的早期例子—烟草制品公司(Va)。该公司持有美国联合雪茄商店公司近80%的普通股。1927年，那些市场上能买到的少量股票的价格高得惊人，对不太谨慎的购买者来说相当诱人。联合雪

茄商店一塌糊涂的帐目和股息方案我们前面已经讨论—正是这种人为操纵下的产物。

帐面价值夸大方面最为特别的例子当数电气债券和股票公司。它拥有美国和外国能源公司的大部分认股权证。整个结构似乎是经过精心设计，使得公众在还不知怎么回事的情况下就稀里糊涂地支付了绝对不可思议的价格。我们有必要就这种价值膨胀的不同阶段对证券分析的学生们作简短评论:

首先，美国和外国能源公司发行总额达1600000的普通股以

及.以25美元购买}ioo000额外股份的认股权证。这使普通股的价格能够达到一个较高水平，该价格反映了对公司收益和未来前景的乐观估计，但却忽视了认股权证的存在。正如前面所解释的，普通股的报价得到了认股权证发行的支撑。

其次，数量相对较小的普通股的高价，自然相应形成几百万认股权证的高价。

最后，电气债券和股票公司将这些高价值套算到其大量持有的美国和外国能源公司的普通股以及大量的认股权证上，这样它自己的普通股价值也就相应膨胀。

认股权证方式的利用—直至1929年，这一过程的结果几乎让人难以置信。美国和外国能源公司可用于普通股分配的收益显示出上升趋势(主要归因于接

连不断的新收购)。

| 年份 | 可用于普通股的收益 |
| --- | --- |
| 1926 | 216000 |
| 1927 | 856000 |
| 1928 | 1528000 |
| 1929 | 6510000 |

根据所谓“好的公共事业公司股票价格可以是其收入的50倍”的理论，美国和外国能源公司每股普通股价格达到199.25，相应地，认股权一证的价格为174元。这样，通过华尔街固有的魔力，$6500000的收入变成了$320000000普通股和$1240000000认股权证的市场价值。

既然美国和外国能源公司超过80%的认股权证为电气债券和股票公司所拥有，其高级证券不可思议的价格相应地使电气债券和股票公司的“财产清算价值”高得惊人。人们还经常利用这种“财产清算价值”来说明，电气债券和股票公司股价越来越高是合理的。1929年3月，人们注意到，该公司全部有价证券的市场价值达到每股$108，而市场价格则在91—97范围之间波动。这就意味着电气债券和股票公司的股票被“低估了”,1929年9月，价格上涨到184.50。经计算，那时“财产清算价值”接近150“不考虑公司管理和建设业务的价值”。人们没有意识到，这种帐面价值的相当大的一部分是建立在市场

对公司一部分资产的虚幻估价上的，而这种资产公司在仅仅数年之前免费获得的(作为对购买美国和外国能源公司第二优先股的一种额外补偿)。

认股权证的利用具有某种特殊的生命力，即使在大萧条的谷底1932—1933年，它依然存在。时光流逝，今非昔比。曾经光彩夺目的美国和外国能源公司如今濒临被清算接管的边缘，它的利率为5%的债券价格只有15.25。然而，1933年11月，极不实在的认股权证的总市值依然将近$50000000。这个数字与高级证券极低的价值相比颇为荒谬。从下列图表中，你就可以看出它有多么的荒唐，在目前相对价值的评估趋于严格而使股价大大缩水的情况下，更显得让人不可思议。

| 证券 | 流通在外的数额 | 价格（19 |
|---|---|---|
| 债券(5%的利率) | $50000000 | 40 |
| 第一优先股($7) | 480000股 | 21 |
| 第一优先股($6) | 387000股 | 15 |
| 第二优先股($7) | 2655000股 | 12 |
| 普通股 | 1850000股 | 10 |

认股权证 6874000股 7

某些与金字塔式结构无关的控股公司—为了避免造成一种错误的印象，我们必须指出，尽管金字塔式结构经常是以控股公司的形式建立起来的，但并不是说控股公司就是为了这个口的而成立的，也并不能因此认为控股公司就应受到谴责。控股公司通常都是出于完全合法的目的而组建的。举例来说，促成独立单位的协调而经济的运作;多元化投资和分散风险;获得灵活和便利等技术上的优势。许多重要的健全的企业都是控股公式。

例:美国公司完全是一家控股公司，最初，它的资本结构有些金字塔式结构的成份，后来消除了。美国电话电报公司绝对是一家控股公司，但它的财务结构从未受到任何尖锐的批评。通用汽车公司在很大程度上是控股公司。因此我们应当考虑到控股公司这种形式的优点。美国照明和公共运输公司是完全因为合法目的而组建的控股公司的典型例子。另一方面，联合照明和铁路公司(Del)对美国照明和公共运输公司的收购，则应看作是前者从自身利益出发建立金字塔式结构的一个步骤。

可以通过其它方式来建立投机资本结构—我们也可以这么说，投机性资本结构也可以不用控股公式的方式来建立。

例:我们在前面的章节讨论过的梅泰格公司的资

本调整，就达到了和成立一家控股公司并出售其高级证券一样的效果。我们再举一个例子一大陆烤制公司，控股公司形式并不是其金字塔式结构的关键环节，它的投机性资本结构完全是因为母公司发行大量优先股而形成的。如果大陆烤制公司撤销其子公司，直接支配自己的所有财产，这种投机性资本结构依然存在。

- # 第49章相同领域公司的比较分析

对既定行业的几组股份公司进行统计比较，多多少少是分析家的一项例行工作。它能在整个行业的背景下对每个公司的业绩进行研究，并且经常能发现价值低估或高估的情况，或者得出这么个结论:某个企业的证券应当被同一领域的别的公司证券所代替。

在本章中，我们将提出进行这种比较分析的标准表格，同时我们也将讨论它们所包含的不同项目的意义。勿庸讳言，这些表格之所以叫“标准”表格，仅仅是因为他们有利于被普遍使用，我们并不是说他们是完美无缺的，读者可自行作出他认为适合自己的特定目的的任何调整。

表格1:铁路公司的比较

A资本结构:

1.净扣除

2.有效债务(净扣除x20)
3.优先股市值(股数x市场价格)
4.普通股市值(股数、市场价格)
5.总资本17
6.有效债务与总资本比率
7.优先股与总资本比率
8.普通股与总资本比率
B.损益帐户
9.总收益
10.维修费与总收益的比率
11.铁路营业收入(扣除税收后的净额)与总收益的比率
12.净扣除与总收益的比率
13.优先股股息与总收益的比率
14.普通股收益与总收益的比率
C.计算:
巧.净扣除额保障倍数
巧.1.P净扣除额加优先股股息保障倍数
16.普通股每股收益
17.普通股每股收益与市场价格的比率
18.总收益与普通股市值的比率(9:4)
16.S.P.优先股每股收益
17.S.P优先股每股收益与市场价格的比率
18.S.P.总收益与优先股市值的比率(9=3)

19.子公司未分配利润(或损失)贷方(或借方)余额

D.7年平均值:

20.普通股每股收益

21.普通股每股收益与普通股当前市价的比率

20.S.P.优先股每股收益

2l.S.P.优先股每股收益与优先股当前市价的比率

22.净扣除额保障倍数

23.固定费用保障倍数

22.1.P.净扣除额加优先股股息保障倍数

23.1.P.固定费用加优先股股息保障倍数

E.趋势值:

24一30.过去7年中每年的普通股每股收益(如需要，收益将根据

24.S.P.-30.S.P.过去7年中每年的投机性优先股每股收益

(如需要的话)

F.股息:

31普通股股息率

32.普通股股息报酬率is

31.P.优先股股息率

32.P优先股股息报酬率

关于铁路企业比较的评论19—上述项目中的收入通常采用前几个自然年的数据。有关计算可从统计手册中找到，这将减轻分析家的工作。如果想得

到更新的数据，可以通过月度报告来计算至比较之日的前一年的总结果。如果净扣除额还没有公布，可以从去年的数据近似地估计出来。

我们的表格中包括一些建立在七年平均值基础上的重要计算。如果是一项精深的研究，则必须对这些均值结果进行更为详细地分析。为了节省时间，我们建议，只有对于那些分析家根据标准表格各项情况的分析结果选出的、作为进一步调查研究的铁路企业，才有必要额外计算一些平均值。

有关优先股的数据，根据其是作为固定价值投资还是作为投机(通常市场价格将足以明确地显示某一特定股票属于哪一类)，可以分为两个不同的组别。标明为“I.rrJ.P的项目是用于研究投资性优先股，而标明为“S.P"的项目则用于研究投机性优先股。当涉及低级收入债券时，最简单同时也最好的方案就是把它们完全作为优先股来对待，同时用脚注注明它们实际的名称。这样，其或有债券利息就被会从净扣除额或固定支出中扣除。

为方便起见，我们用“净扣除额”为基准来说明真实债务。同

时也列出7年的固定费用保障倍数，这样在判断债券(或优先股)是否得到足够保护时就可以借助这两项指标。当使用这种表格作为选择投资性高级证券的参考时，主要应当注意第22条和23条(或者

22"IP”和23"IP")，它们反映了收益高出应计利息(和优先股股息)的平均幅度。同时也应考虑第6,7,8条，它们反映了总资本中高级证券和低级权益的比例(涉及到债券时，优先股属于低级权益的一部分;涉及投资性优先股时，它又应当包括在有效债务内)。同样也应检查第10和19条，看看是否存在因为维修费不足或者包含了子公司未实现的红利而抬高收益的现象。

通常，分析投机性优先股的方式与普通股大体相同。如果优先股的价格较低，它们的相似性就更大了。然而，应当记住，与具有相同表现的普通股相比，逻辑上讲，优先股总是不那么有吸引力。举例来说，每股收益$5、股息6%的优先股不如每股收益$5的普通股那样招人喜欢，因为后者有权享有现在和未来的所有权益，而优先股却严格地限于对未来权益的索取。

比较铁路企业普通股(和等价的优先股)的出发点是每股收益与市场价格的比率。但是在作这种比较时，还必须在一定程度上考虑第10和第19条。第12和18条能一昏了然地显示一家公司的资本结构是投机性的还是保守性的(相对而言〕。一个投机性资本结构的铁路企业，其净扣除额与总收入的比率大，且普通股市场价值与总收益的比率(通常、小。而保守性资本结构的铁路企业则恰恰相反。

相同领域中投机性资本结构公司和保守性资本结构公司比较的局限性—如果一家公司是投机性资本结构，而另一家公司却是保守性资本结构，那么分析家在推断哪个普通股更具有吸引力时应当谨慎。因为面对或好或坏的变化，这两家公司的反应将大相径庭，因此在条件变化时，其中某家公司在当前条件下拥有的优势可能很容易丧失。

例:下面的例子〔见表49-1)，从两方面说明了在比较保守性证券令析资本结构企业与投机性资本结构企业的普通股时可能产生的错误。1922年，太平洋联盟公司普通股收益对市场价格的比率几乎是岩石岛公司的四倍。但就此得出太平洋联盟公司股票比较便宜的结论，将是一个错误。因为它们相关的资本结构是如此的相异，以致无法进行比较。图表中显示，随后五年，随着商业的总体温和复苏，岩石岛公司普通股收益及价格的增幅超过了太平洋联盟公司普通股，这很好地说明这一点。

1927年的情形实际上反过来了，那时岩石岛公司普通股收益比率比太平洋联盟普通股要高。但如果据此认为岩石岛普通股“内在地更廉价”，同样也是错误的。后者的投机性资本结构使它在面临不利发展环境时极为脆弱，因此未能抵挡住1929年的大萧条。

表49一1太平洋联盟铁路公司和岩石岛铁路公司

普通股的比较

| 项目 | 联合 |
| --- | --- |
| A.行业总体复苏的结果: | |
| 普通股平均价格，1922 | 140 |
| 每股收益，1922 | $12.7 |
| 每股收益与市价的比率，1922 | 9.1% |
| 固定费用和优先股股息保障倍数,1922 | 2.39倍 |
| 总收益与普通股市价的比率,1922 | 62% |
| 总收益增长率，1922一1927 | 5.7% |
| 普通股每股收益，1927 | $16.0 |
| 普通股每股收益增长率((927比1922) | 26% |
| 普通股平均价格，1927 | 179 |
| 普通股平均价格增长率(1927比1922) | 28% |
| B.行业总体滑坡的结果: | |
| 普通股收益与平均价格比率，1927 | 9.0% |
| 固定费用和优先股股息保障倍数,1927 | 2.64倍 |
| 总收益与普通股市值比率，1927 | 51% |
| 总收益下降率(1933比1927) | 46% |
| 普通股每股收益，1933 | $7.88 |
| 普通股每股收益下降率(1933比1927) | 51% |
| 普通股平均价格，1933 | 97 |
| 普通股平均价格下降率(1933比1927) | 46% |

注:1933年为岩石岛铁路公司指定了破产托管人。

附录中的其他例子—关于铁路企业股票(和债券)比较的实用方法，可以通过本书作者之一几年前所做的几个这样的比较来说明。这些比较曾作为纽约股票交易所给顾客提供的服务的一部分而出版，详见附录46。可以发现，这些比较是在资本结构因素情况大致相同的企业群体之间进行的。艾奇逊公司和纽约中部公司的比较是个例外，在这组比较中，纽约中部公司对或好或差的变化都更为敏感，对此作了特别说明。

表格2公共事业公司的比较

公共事业公司的比较方式实际上和铁路企业一样。仅有的变化在于:第1,2,12和15条中的“净扣除”被替换为“固定支出”，同时删除第22和22.1.P条。有效债务通过固定支出乘以18而得。第10条变为“折旧与总收益的比率”。同时，对于提供了相关信息的公司可以包括第lOM条，“维修费与总收入的比率”。第19条可以省去，因为很难得到这方面的信息。

我们对于铁路企业比较的评论同样也适用于公共事业企业。折旧率的差异与铁路企业中维修费比率的差异一样重要。当比较发现两家公司有大的不同时，不应该想当然地认为一项财产过分保守而另一项则不够保守。但确实有这样的可能，我们应当尽可能全面地对这问题进行调查。当统计结果揭示一家公共事业企业股票比另一家更有吸引力时，我

们并不能马上就采取相应的行动—除非(除了考察其他质的因素之外)我们还对比率状况和环境发生有利或不利变化的相对后果进行了一定的研究。

表格3工业公司的比较(对同一领域的公司)

这种表格和前面两种在许多方面都不尽相同，在此我们详细地列出:

A.资本结构:

1.债券面值

2.优先股市值(股数x市价)

3.普通股市值(股数x市价)

4.总资本

5.债券/总资本

6.优先股市值与总资本的比率

7.普通股市值与总资本的比率

B.损益帐户(最近几年):

8总销售额

9.折旧

10.息前净收入

11.债券利息

12.应记优先股股息

13.普通股收益

14.销售利润率00:8)

15.总资本收益率00:4)

C.计算:

16.利息费用保障倍数
16.1.P.利息费用加优先股股息保障倍数
17.普通股每股收益
18.普通股每股收益与市场价格的比率
17.S.P.优先股每股收益
18.S.P.优先股每股收益与市场价格的比率
19.总销售与普通股市值的比率
19.S.P.总销售与优先股市值的比率
D.7年平均值:
20.利息费用保障倍数
21.普通股每股收益
22.普通股每股收益与市场价格的比率
(201.P.,21S.P.和22S.P.—如需要，可对优先股进行同样的计算)。
E.趋势值:
23.过去7年中每年普通股每股收益(必要时应调整发行在外的股数)
23.S.P.过去7年中每年优先股每股收益(如有必要)
F.股息:
24.普通股股息率
25.普通股股息报酬率
24.P优先股股息率
25.P.优先股股息报酬率

G.资产负债表:

26.现金资产

27.应收帐款(减去储备)

28.存货(减去适当储备)

29.流动资产总额

30.流动债务总额

30.N.应付票据(包括“银行贷款”和“应付帐单”)

31.流动资产净额

32.流动资产与流动债务比率

33.总资本所对应的有形资产净额

34.普通股每股现金资产价值(减去所有前期债务)

35.普通股每股净流动资产价值(减去所有前期债务)

36.普通股每股净有形资产价值(减去所有前期债务)

(34.S.P.,35.S.P.和36.S.P.—如有必要，可对投机性优先股进行同样的分析)

H.补充数据(如能得到这些数据的话):

1实物产出:

单位数;单位收益;单位成本;单位利润;单位总资本;单位普通股价值。

2.杂项:

比如:商店的数量;每家商店的销售额;每家商店利

润;矿储量;在当前(或平均)生产率下矿井的寿命。行业比较的评论—对我们所建议的这种表格作几点说明也许是有益的。对于净收益数据，任何已知的扭曲和遗漏都必须被修正。如果它具有误导性同时又不能充分被修正的话，就不能作为比较的一个基础(根据这些不可靠的数据而得出的结论本身也会是不可靠的)。不要试图对折旧数据进行确切的比较，它们仅在揭示所用折旧率的显著不同方面是有用的。正如我们在第17章讨论的那样，对于那些可能有等同于利息支出的重要的租金债务的公司，其债券利息保障比率的计算有待确认。

虽然普通股每股收益与市场价格的比率(第18条)是所有比较中的一个主要数据，我们应当同样重视第巧条—总资本收益率。这些数据，连同第7条和19条(普通股总市值与销售额及总资本的比率)将揭示被比较的公司中保守性或投机性资本结构所起的作用(资本结构的理论在第40章加以讨论了)

| 项目 |
|---|
| 普通股市价，l927 |
| 1．债券面值 |
| 2．优先股市值 |
| 3．普通股市值 |
| 4．总资本 |

7．普通股/总资本自然年度，1926
8．总销售额
9．折旧
10．息前净收入
11．债券利息
12．优先股股息
13．普通股收益
14．销售利润率
15．总资本收益率
16．利息费用保障倍数
17．普通股每股收益
18．普通股每股收益/市场价格
19．总销售/普通股市值
4年平均值：
20．利息费用保障倍数
21．普通股每股收益
22．普通骰每股收益/市场价格
趋势值：
23．历年每股收益：
1927(前6个月)
1926
1925
1924
1923
股息：

24．普通股股息率
25．普通股股息报酬率
财务状况：
29．流动资产总额
30．短期负债总额
31．流动资产净额
32．总资本对应的有形资产净额

---

在实际操作中，普通股收益对市场价格的比率(第18条)高于行业平均水平这一事实并不是完全靠得住的，除非其总资本收益率(第巧条)也高。而且，如果一家公司收益状况较差，每美元普通股市值对应的销售额(第19条)却高得多，那么当总体商业环境改善时，它可能有更大的投机价值。

资产负债表不具有主要意义，除非揭示了明确的财务缺陷，抑或是揭示出流动资产价值大大超过市场价值。当前结果、7年平均数、发展趋势究竟哪个重要，完全取决于分析家的判断。很自然，如果上述这些计算都能得到确认的话，他对得到的任何结论都会更有信心。

标准表格应用的例子—应用标准表格得出一个有关相对价值的结论，这样的例子应该是很有趣的。1929年7月，关于主要钢铁生产企业普通股的一

项调查表明，扬斯敦薄板和钢管公司普通股有较好的表现，而科罗拉多燃料和炼铁公司普通股的表现则低于平均水平。下表中，我们附上这两个公司的比较数据(标准表格中一些项目因为对这个分析无关紧要而省去)。

对这个比较的评论—这个比较显示，科罗拉多燃料和炼铁公司只有一点优势，那就是最近六个时期收益较高。而其它数据则有力地说明:在他们各自的当前价格水平下扬斯敦薄板和钢管公司普通股无可争辩地占有相对优势。1926年的业绩以及四年平均值表明，在下列所有重要统计项目上扬斯敦薄板和钢管公司都占有优势。

普通股每股收益

总资本收益率

利息保障比率

总销售额与普通股市值的比率

销售利润率

折旧费用的充分性

营运资金状况;

股息报酬率

很显然，扬斯敦薄板和钢管公司普通股比罗拉多燃料和炼铁公司普通股更具有投资价值。但即使从投机角度而言，扬斯敦薄板和钢管公司也表现得更有吸引力。毕竟对其使普通股支付的每一美元都

对应着比别的公司高得多的销售额。

对质的因素的研究同样必要—只有在认真考虑质的因素之

后，才能接受通过这种表格比较而得出的结论。当我们根据一家公司相对于同行业其他公司的业绩而作出该公司股票价格过低的判断时，这种反差很可能自有其统计结果所不能揭示的原因。也许是前景不容乐观，抑或是管理存在漏洞。但一般不应该把普通股较低的红利看作是一个抵销性的因素，因为红利通常可以在合理的时间内调整到与其盈利能力相适应的水平.虽然有的公司可能在相当长的时期都奉行过于保守的分红方案(参见第29章)，但是即便如此，市场价格迟早都会反映其盈利能力。

股票相对的受欢迎程度和相对的市场活力是与内在价值无关的两个因素，然而它们对市场价格有着强有力的、并且经常是持续性的影响。分析家必须由衷地重视这些因素，但如果他总是喜欢那种股性较活、更受欢迎的股票，他将徒劳无获。

与选择购买证券相比，分析家在建议用一种证券掉换另一种证券时，似乎承担着更大的个人责任。我们知道，投资性证券的持有者一般不愿意再作任何变动，因此，如果接下来市场证明这种交换是一种轻率行为时，投资者会特别气愤。而投机性

的证券持有者则自然地以市场结果—通常是立竿见影的市场结果—来检验所有的建议。考虑到这些人性因素，分析家应避免向投机者提出掉换普通股的建议(除非同时提出对未来市场结果不承担责任的特别声明)。另外，分析家在向投资性证券持有者建议进行这类掉换时也应谨慎，除非是所推荐证券的统计优势给人以相当深刻的印象。我们认为，分析家应当有足够理由使投资者相信，通过这样掉换至少可使他的货币增值50%以上。

同质程度的高低会影响比较分析的价值—由于所考虑行业的不同性质，行业比较的可靠性也不尽相同。当然，基本问题是未来的发展是否可能对同组的所有公司产生类似的影响。如果是类似的，那么就可以重视统计数据所揭示的过去的相对业绩。这样类型的一组行业公司可以称为“同质的”。但如果这个领域的各个公司对于新条件的反应可能大不相同，这时相对业绩就不那么可靠了，这种类型的一组公司可以称为“非同类的”。

铁路公司是“高度同质”的群体，尽管他们地理位置各不相同。规模较大的电力、供暖和能源事业公司也是如此。而最典型的同质群体当数那些原材料和其它一些产品名称无关紧要的标准化产品的生产企业。包括糖、煤、金属、钢制品、水泥、印花棉布等产品生产者。规模较大的石油公司可以看作

是“相当同质”的;规模较小的公司则不太适合于比较，因为它们容易突然出现产量、储备及相对价格的重大变化。规模较大的烘烤、奶制品、和包装公司也属于“相当同质”群体。在与同一子群体中的其他企业相比时，大规模的连锁企业也属于“相当同质”的群体，如食品店，廉价商店，旅馆等。百货公司不那么同质，但这个领域的比较一点也不牵强。

根据广告商标销售的制成品的制造商们一般应被认为是异质的。在这些领域里，通常一家公司的生意兴隆是以它的竞争者的损失为代价的，因此这个行业的公司不可能同甘共苦。举例来说，在汽车生产厂商中，他们的相对地位总是不断地发生显著变化。所有各类机器设备的制造商们的情形也颇为相似。专利药品的生产者们也是这样。从这个观点来看，既非同质又非异质的“中间”群体包括较大的轮胎、香烟、鞋等产品的制造商等，它们之间相对地位的变化不会那么频繁。

当分析家试图从统计数据中得出比较结论时，如果遇上非同质公司应当最为小心。毫无疑问，人们有理由喜欢这些领域中数据统计表现最佳的公司(如果没有被已知的质的因素所抵消的话)，因为这种选择的基础似乎比其它所有基础要更为牢靠。但分析家和投资者应当充分地认识到，这种优势可能

昙花一现。公司群体越不同质，在作比较时应更多地关注质的因素。这是一个普遍准则。

- **第50章价格与价值的背离**

在说明证券分析的技术方法时，我们曾涉及到许多价值被高估或低估的证券。显然，证券市场的估价过程经常是不合常理甚至是谬误的。正如我们在第1章中所提出的那样，这一过程并不是自动的或是机械形成的，而是心理作用的结果，是在参与买卖的人们头脑中进行的。因此，市场的错误也就是一大群人或无数人的错误。这些错误都可以追溯到这样一个或多个基本的原因:夸大、过度简化和忽略。

在本章及下面的章节里，我们试图就证券市场的各种偏差作一简要的评论。我们将从分析家实际分析的角度出发，来探讨这个问题，看看在每种情况下，它能在多大程度上带来盈利的机会。这一探讨将进一步阐明我们前面所讨论过的证券分析的范围和局限，并将利用到后面的资料。

价格和价值的背离如果是因为股市总体性的高涨和低落这种周期性波动而形成的，那么这是最好理解的。股票在牛市卖价过高而在熊市卖价过低，

这已经成为老生常谈。实际上这就等于是说，价格的任何向上或向下的波动最终必将达到一个极值，既然任何价格不会永久地维持在这个极值上(或任何其他价格水平上)，那么回过头来看必然会发现，价格上涨或下跌得过头了。

能利用价格的周期性波动吗?—分析家能成功地利用整个市场的反复扩张吗?经验表明，类似下列的程序可以给出满意的结果:

选择一个多样化的龙头普通股清单;

当这些公司的股票价格大大低于其过去7时(比如说7倍)，按上面的清单购买股票。

当这些公司的股票价格大大高于其过去7时(比如说是巧倍)，卖出这些股票。

年平均收益的61.9

10倍

年平均收益的10倍

这是罗杰·巴布森在许多年前提出的总体操作方案，它在1925年前取得了相当骄人的成绩。然而，正如我们在第37章中所指出的，在1921一1933年的周期(从一个低点到下一个低点)中，它应当建议人们在1921年时购买股票，然后大约在1925年卖出，从而在1927一1929年大牛市期间彻底离场，并在1931年重新进场购买，从而迎来市场价值的大幅缩水。这种方案未免给人们的意志提出了过高的要

求。不过如果未来的市场周期不象我们这个例子的时间这么长，涉及面这么宽(显然，这种预期是很有道理的)，那么“贱买贵卖”的总体方案将证明具有极强的可操作性。

利用保证金交易“抓住市场反转的机会”不可行—从一般投机涉及以保证金购进和卖空—的角度来看，这种操作方法必然是不切实际的。一个用自己的钱交易的人可以承受得住买得太早或卖得太早的损失。实际上他必须做好同时犯这两种错误的准备，即在他购买后，市场继续下跌;而当他卖出后，市场继续上涨。然而，以保证金交易的人必然关心即期的结果。他顺市而为，希望能够推算出局势反转的准确时机，并在那个时刻掉转头寸。在这个过程中他鲜有得手，因此一般情况往往是，短暂的成功被彻底的失败所取代。投机者的一个基本特征就是:他之所以购买股票，是因为他觉得该股票要上涨了，而不是认为股票便宜;反之亦然。所以投机者与证券分析家的观点就有根本性的分歧。这极大地阻碍了他们之间建立任何令人满意的持久的关系。

债券价格的周期波动方式无疑与股票大致相同。不时有人会建议证券投资者遵循这样的做法—在接近周期顶端时卖出，而在接近谷底时重新买进。但在典型情况下，这样做能否有令人满意的收益，我们表示怀疑。与普通股的收益率检验指标不

同的是，衡量高级债券价格贵贱与否并无明确的标准，市场操作主要是根据推测市场价格变化这种与“投资”风马牛不相及的方法来进行。在卖出股票与重新买进股票期间，资金遭受的利息损失是很重要的不利因素;照我们看来，这样做的净利益并不一定足以弥补投资者所承担的心理负担—这种心理负担是把宝押在市场波动上的投资者所固有的。

“次级证券”或冷门证券中存在的机会—当我们回过头来看普通股时，可以发现主要证券的价值高估或低估仅仅在市场周期的某一时点才会出现，而对于大量的“非代表性”证券或“次级证券”来说，任何时间里都有可能出现价值高估或低估的情形。当市场的龙头股价格低廉时，名声没那么大的普通股股价可能便宜得更多。举例来说，在1932一1933年间，诸如普里茅斯绳索公司，佩拍雷尔制造公司，美国洗衣机公司等等这些股票，对照其历史记录和当期表现，其售价都低得令人难以置信。对投资者来说，究竟应该以保守估价的50%的价格买进象通用汽车公司这类著名的股票，还是以保守估价的25%的价格买进象佩拍雷尔制造公司那种名气不大的证券，可能主要取决于个人偏好。

在过渡时期，如果没有确切的迹象表明平均股价过低或过高，精明的股票投资者应当青睐于价值看来明显被低估的普通股—即使这些股票没有什么

名气或倍受冷落。

例:1923年的莱特航空公司就属于这类例子(参见第1章)。我们再来看看其他两个这样的例子:

| 班戈和阿鲁斯土克铁路公司普通股 | | 火石轮胎 |
| --- | --- | --- |
| 1926年平均价格 | 39．50 | 1925年11 |
| 股息- | $3 | 股息 |
| 每股收益： | | 每股收益 |
| 1926 | $8．69 | 1925 |
| 1925 | 6．22 | 1924 |
| 1924 | 6．21 | 1923 |
| 1923 | 4．55 | 1922 |

*在扣除意外储备以前的每股收益为$40.95e在上面这些例子中，股价未能充分地反映统计资料所预示的

盈利能力。标准和非标准证券的市场行为—一项对普通股市场表现的深入研究，得出了下列一般性的结论:

1.标准证券或主要证券对其报告利润几乎总是迅速作出反应—以至于夸大了年收益变化在股票市场上的影响。

2，知名度较低的证券的表现主要取决于市场专业人士的态度。如果对其缺乏兴趣，价格将远远滞后于其统计表现。如果该证券受到关注(这种关注或者是人为操纵，或者是自然出现的)，则结果可能完全相反，公司业绩的变化将最大限度地反映在其股票价格上。

非标准证券行为的例子—下列两个例子将说明非标准证券表现的多样性:

巴特和超级铜(实际上是锌)公司的普通股($)

| 时期 | 每股收益 | |
|---|---|---|
| 1914年 | 5.21 | |
| 1915年第一季度 | 4.27 | |
| 1915年第二季度 | 7.73 | |
| 1915年第三季度 | 10.13 | |
| 1915年第四季度 | 11.34 | |
| 1915年 | 33.47 | |
| 1916年 | 30.58 | |

这些收益和股息都特别高，这可能是战时锌价所致。但尽管该公司业绩骄人，其股价依然一点也不突出。究其原因，正是因为一般公众和有市场影响力的投资者对其缺乏兴趣的缘故。

我们附上马林斯团体公司(后改名为马林斯制造

公司)普通股的表现，与前者作一比较:

| 年份 | 每股收益($) | 股息 | 价格波动范围 |
| --- | --- | --- | --- |
| 1924 | 1．91 | 无 | 18—9 |
| 1925 | 2．47 | 无 | 22一13 |
| 1926 | 1．97 | 无 | 20—8 |
| 1927 | 5．13 | 无 | 79—10 |
| 1928 | 6．53 | 无 | 95—69 |
| 1929 | 2．67 | 无 | 82—10 |

我们注意到低价“次级”普通股在1924一1926年间的市场波动有其特色。1927年初，从投机角度看，这些股票将近10元的价格绝对吸引人。因为考虑到其前三年的收入状况，该价格显然是一种低估。1927一1928年利润的明显增长(绝非巨幅增长)导致一波有代表性的市场行情，股价从W7年}o元上升到192A年的95元，到1929年又跌回到了10元。

分析家与这种情形的关系—分析家能明智而且颇为成功地分析诸如莱特航空公司，班戈和阿鲁斯土克铁路公司，火石轮胎和橡胶公司，巴特和超级铜公司在__L述时期里的情况，他甚至可以在1927年早期就得出关于马林斯制造公司证券的有见地的评论。但一旦这些证券落入市场操作者之手，这就不是分析判断所能解决的了。就华尔街而言，马林斯制造公司已经不再是具体的商业，而是股票行情

自动显示器上的一个象征。买进该证券或者卖出该证券同样要冒风险;分析家能够警告这种风险，但对其上升或下跌的限度也不得而知。(碰巧，该公司在1928年发行了可转换优先股，使买进优先股，卖出普通股的套利交易有利可图。)

当分析家认为大盘高得可怕时，他在推荐知名度不高的普通股时必然很谨慎—即使这似乎是一笔便宜买卖。因为大盘深幅下挫对所有股票都会有不利影响，而股性不活的股票在降价抛售面前显得尤为脆弱。

收益变化以外的因素引起的市场夸大:股息变化—股市固

有的夸大趋势还延伸至收益以外的一些因素。股息的变化、股票分割、合并和资产分离等事件都会引起市场的高度关注。现金股息的增加无疑是件好事，但仅仅因为股息率从每年的$5上涨到$6，就使股价上涨了$20，这未免过于荒唐。高价买者实际上预付了未来20年他将在新股息率下得到的所有额外股息。市场经常对股票股息作出的热烈反应更是让人莫名其妙，因为它们只不过是一纸空文。股票分割也是如此，它虽然创造出更多的股票，但并没有给股东带来什么新的好处。20

合并与分割—对于合并和分割这两种截然相反的情况，华尔街都反应剧烈。股票市场经常通过

2+2得到5;而这个5可能后来又被分割成了3十3。然而，通过对合并后的结果进行归纳研究，我们对联合在提高盈利能力方面的有效性21表示极大的怀疑。同样也有理由相信，公司管理层中的个人因素经常会阻碍真正有利可图的合并，而那些圆满完成的合并有时恰恰是因为控制者知道前面正有一些不利的条件在等着公司。

股市对于本身并不重要的一些变化反应过度，这可以从投机者的心理角度来分析。首先，他需要“行动”;其次，假如他有理由对股市乐观看涨，那么他准备随时对这个行动贡献出自己的一份力量。(不论是矫饰还是自欺欺人，经纪公司的顾客们通常不承认他们是在与股票行情显示器赌博，而总是声称他们的购买具有某种表面的“理由”。)股息以及其他这类的“利好消息“为他们提供了很好的借口，并被专业人士充分挖掘出来。如果整个事情不是荒谬的话，也是很可笑的。证券分析家应当弄明白为什么华尔街会犯这么荒唐可笑的错误，而他自己应尽力避免与之有任何形式的接触。

诉讼—华尔街爱走极端的趋势可以从它厌恶诉讼中找到答案。任何性质的诉讼都会给当事公司的证券投下阴影，并且股价下跌的程度可能与该案件的性质极不相称。这种情形可能给分析家创造出真正的机会—虽然它们都具有专业性质。其中，最为

重要的一个方面是财产清算。既然由此产生的价值低估几乎总是出现在债券证券身上，我们在下面章节中将结合高级证券来讨论这个问题。

例:诉讼影响普通股价值一个很有趣的例子要数雷丁公司。1913年，美国政府提出诉讼，要求强制将该公司的铁路和煤炭资产进行分离。股票市场基于根深蒂固的观念，不顾资产分离本身通常被视为"利好"的事实，反而认为这一举动是对雷丁公司的一次致命的打击。后来在1921年，公司出台一项计划，使煤炭公司的股票实际上在雷丁公司普通股和优先股股东之间按比例进行分配。这又被视为"利好"消息而得到欢迎—尽管它实际上标志着政府取得了对公司的胜利。

然而，一些普通股持有者反对优先股参与煤炭公司"权益"的分配，他们提出诉讼，要求普通股免于"权益"的分割。有趣但并不让人感到吃惊的是，这个举动的结果反而是降低了雷丁公司普通股的价格。从逻辑上讲，普通股价格应该上涨，因为如果胜诉，这必然使低级股票享有更多的价值;而一旦败诉(实际上就是如此)，普通股价值也不会减少。但股票市场只会这么推理:这里又是一桩新诉讼，因此最好跟雷丁公司的普通股说"拜拜"了。

在涉及到诉讼的情况中，与普通证券持有者主要从质的角度分析相比，分析家从数量角度人手将

更有优势。假定一家破产公司的资产已经变现为现金，可以清偿债券持有者一定比例(比如说50%)的债务。但是现在有一桩悬而未决的诉讼。它是由别人提出的，要求索取这笔现金的很大一部分。也许这一举动有些说不过去，以致显得有些荒唐;也许它在低级法庭或者向上级法庭上诉中已经败诉，现在仅剩下到美国联邦高等法院上诉这个极为渺茫的机会了。但不管怎样，一单是该诉讼的悬而未决本身就使债券的市场价值大打折扣。在这种情况下，它们的卖价可能低至每美元面值35美分，而不是50美分。其间的症结在于，这个在原告看来可能无甚价值的渺茫的要求权，却被市场认作为被告的沉重债务。这样我们就有了可以得到数字验证的价值低估的例子;所有这些都给证券分析家提供了绝好的研究题材。

例:岛屿石油与运输公司的票据(利率8%)-1933年6月

售价为$18。接管人得到相当于该票据面值45%的现金，扣除某些费用和津贴，意味着每100美元票据还可分配到$30。这个分配由于一项索赔诉讼而延误，该诉讼在各个法律阶段曾遭数次败诉，现在正等候最终裁决。这起诉讼对票据价值产生了与其性质极不相称的不利影响—这一判断有以下事实作为根据:该诉讼本来可以通过支付较小数额的现金得到

解决。在高级法院最终支持了早期判决后，债券的持有者于1934年4月得到了清偿(每$1000票据得到$290).

价值低估的投资证券—在第22章中，我们讨论了投资性债券和高级证券价值低估的情形;同时在第26章中，我们结合投机性高级证券也对此进行了分析。只要努力去挖掘，随时都可能发现价值低估的投资性证券。在许多情况下，债券或优先股的低价是因为市况糟糕而引起的，而糟糕的市况又正是因为证券发行规模太小的缘故。不过，正因为规模小，这些证券就更具有内在的安全性。我们在第26章中描述过的电气冷藏建筑公司利率为6%,1936年到期的证券就极好地反映了这种矛盾。有时，某些特定的情形能极大地加强高级证券的地位，但价格对于这种改善的反应又通常滞后，因此就提供了一个买“便宜货”的机会。一般这种情况都与资本结构或公司的对外联系有关。有不少例子可以说明这一点。

例:1923年，扬斯敦薄板和钢管公司收购了美国钢铁和钢管公司的资产，并承担了后者的1951年到期，利率为7%的抵押债券债务。为了筹集这笔收购资金，扬斯敦薄板和钢管公司以$99元的价格出售利率为6%的债券。那时它们之间的价格关系如下表所示:

| 公司 | 价格 | 收益率% |
| --- | --- | --- |
| 扬斯敦薄板和钢管公司债券(6%) | 99 | 6． |
| 美国钢铁和钢管公司债券(7%) | 102 | 6． |

但市场并未认同美国钢铁和钢管公司债券地位的变化，它的收益比同一债务公司未担保证券要高，这种价格显然不合逻辑。这也就为证券分析家提供了一个确切的机会—推荐买进证券或进行交换。

1922年底特律市收购了底特律联合铁路公司的城区线路，并为此支付了一笔足以收回后者在1932年到期，利率为41/2%的第一债券的资金。在收购合同加人了极其强硬的保护性条款，这实际上—如果不是法律意义上的话—使底特律市承担了债券债务。但该交易完成时，债券价格为$82，收益率甚至超过了7%,看来债券市场并未认识到，这些债券其实成为了底特律市的债务。

1924年，康格勒姆公司未清偿的债务总额为$2890000，在它之后有$1800000的股息率为7%的优先股，以及平均市值为$48000000的960000股普通股。该年10月，为了收购内恩漆布公司—同行业的一家大公司，有形资产额为$I55000000-一该公司额外发行了681000股普通股。从而为其小额高级证券创造出了巨大的权益保障，使它们变得更安全，但

优先股的价格依然低于面值。

电气冷藏公司(现在叫凯尔文特公司)总共有普通股1000000股，平均市场价值近$2100000001927年该公司出售了373,000股普通股，价值约为$6600000。高级证券只有$2880000的1936年到期，利率为6%的票据。但由于1927年出现了巨额营业赤字，该票据价格只有$74，收益率达11%。但市场却没有注意到，由于出售额外普通股，该公司获得一笔比该赤字大得多的现金，这对于那些小额票据是强有力的后盾。

这四个高级证券已经全部按面值(或高于面值)进行了清偿。(1934年，康格勒姆一内恩公司的优先股的清偿价为$1070)作家们对这种例子信手拈来，因为他们不用承担今后其判断遭致怀疑的风险。不过，为了不致使我们过于绝对，我们补充一个在本书写作过程中广为人知的例子。

一个正在发生的例子—1931一1932年，福克斯电影公司遭受了巨大的损失。为此，在1933年4月，它劝说持有其债务总额95%的债权人换持其普通股，以实现资产重组。这样银行贷款就没有了，同时它的1936年4月到期的票据总额从$30000000减少到不足$1800000o1933年12月利率为6%的这种票据的价格为$75，收益率超过20%。普通股的市场价值约为$35000000,净流动资产约为$10000000。从这些数据

中可以得出这个结论:该票据得到了极大的保障。相应地，$75的价格有些偏低。

这个结论究竟有多大的可信度?我们当然可以说要么该股票根本不值$35000000，要么$1800000的票据几乎绝对安全。但是这种说法似乎有些含糊，因为一般来说，我们不能仅根据高度投机性股票和投资性高级证券之间的相对价格差来行事。zz分析家必须根据证券自身的各种情况，判断其是否有吸引力。如果商业状况极不稳定，那么即使大量的次级证券也可能完全消失;尽管规模很小，票据也可能无法清偿23。就福克斯电影公司来说，一方面，由于该公司是一个重要行业的重要一员，其稳定性至少足以保证它能清偿这种小额债务。另一方面，电影业是高投机性的行业，而且1930年后福克斯电影公司的记录并不能让人感到自信。

但是，我们的结论是，1933年12月对这些票据所形成的异乎寻常的数量方面的支持，使它无法清偿的风险降到非常低的水平。我们认为，购买一定数量的这类债券总体上肯定是会得到令人满意的结果的，当然我们必须再次强调，在所有这类操作中都要与分散化来作为安全保障。毫无疑问，也会发生某些损失。但在正常时期(比如1923一1927年)，这种正常损失的比例肯定比剧烈变动的年代(象1930一1933)要低得多。

财务清算中价格与价值的背离——在第18章讨论重组程序时，我们给出了处于财务清算中的两个不同例子:菲斯克橡胶公司和斯塔贝克公司。前者将证券以低得可怜的价格出售，这与其代表的流动资产价值极不相称;后者的票据(利率为6%)价格与股票价格也极不相符。一般说来，当财务清算最终实现了大量价值时，人们将发现，高级证券卖得实在太便宜了。这个特点有双重意义。它先是是我们极力反对人们以投资性价格购买一家可能陷人财务困境的公司发行的任何证券;现在又使我们认为，在财务危机出现以后，它们可能创造出诱人的机会来。

这一点不仅对于那些地位牢固，在公司重组中丝毫未损的证券(比如我们在第2章中提到的，布鲁克林联盟高架铁路公司利率为5%的债券)来说是正确的，而且对于那些在重组计划中“萎缩”了的或者受到了其他影响的高级证券也成立。在清算或向外部群体出售资产最终导致现金分配或类似补偿的情形中，这一点似乎百试不爽。

例:下面给出了三个这类结果的典型例子。

1.安大略电力服务公司(OntarioPowerServiceCorporation)的第-1lE券(利率5.50%,1950年到期)—这种证券在1932年7月1日停付利息。其时债券的售价跌到$21之低。之后不久，安大略水电委员会出资购买其资产，它用$901〕的新

债券(由安大略省足额担保)换取每$1000安大略电力服务公司的债券。1933年12月新债券售价为$90，相当于旧证券售价$81。未进行这类交换的少数债权人得到债券面值70%的现金。

2.联合洗衣公司利率6.50%,1936年到期的证券—1932年2月，清算人被指定，1932年4月该债券的价格为$401932年6月该公司财产被出售给了外部权益人。1932年8月和1933年3月分别支付了12.50%和2%的清算股息。1933年12月债券价格依然维持在$4。这表明人们预期至少还有$4的分配。

3.菲斯克橡胶公司1941年到期的利率为8%的第一证券，以及1931年到期的利单为5.50%的信用债券—在第18章里，我们给出了这些证券的相关信息。1931.年1月宣布实施接管。1932年利率为8%的债券价格跌至$16，而利率为5.50%的债券为

$10.5001933年实施了重组计划，利率为8%和5.50%的债券持有人分别得到40%和37%的现金，同时得到了两个后续公司的证券。在1933年末，利率为8%的债券所获得的现金和新证券的总价值回到了与其自身等额的水平，利率为5.50%的信用债券所获得的现金和新证券的总价值回归到了它自身价值的70%,

清算导致的价格模式—在清算过程中，似乎有着某种价格模式，尤其当这个过程比较长时，更是

如此。首先，对股票而言，不论与债券价格相比，还是与其自身的最终价值相比，经常会有价格偏高的趋势。这主要是因为公众被表面的低价激发了投资兴趣所致。对于优先股而言，随着财产接管清算的进行，公众的兴趣逐步减弱，价格也就相应下降。因此，高级证券可能刚好在一项重组方案即将宣布前，跌到其价格的最低点。

这样，在密切关注财产接管局势时，进行某种分析将是有利可图的。我们可以致力于挖掘那些股价低于内在价值的股票，同时大体确定进行一定交易的最佳时机。但是在这里，正如其他所有的分析一样，我们认为，不要试图过于精确地估算购买的合理时机。正如我们所理解的，证券本身的一个本质特征就是，时间是次要的考虑因素。因此，我们在前面用了一个限制词—“大体”，目的就是为了在决定进行某种交易的“适当时机”时，能有几个月、有时甚至更长时间的余地。

- **第51章价格与价值的背离(续)**

上章我们所说的龙头普通股与二线普通股的实际区别，类似于高级证券中成熟证券和不成熟证券的差别。我们可以把一个历史悠久，并为投资者所青睐的知名公司发行的证券称为成熟证券。(它本身可以是新近发行的证券，只要这公司在投资公众中有很高的声誉。)成熟证券和不成熟证券在市场中的运作模式有时会很不同，表现在:

1.成熟证券的价格经常保持稳定，即使其投资地位严重弱化。

2.不成熟证券对任何性质的不利发展都极为敏感，这样，其价格经常攻至低于其自身的统计结果所支撑的水平。

成熟证券的价格惯性—这些截然相反的特征至少部分是因为投资者的惰性及缺乏洞察力。他们冲着名声而不是通过某种分析来购买证券，然后坚定地持有。这样，那些老牌证券的持有者一般不轻易出售证券，即使该证券价格小幅下降也会吸引长期熟悉该证券的购买者。

例:美国橡胶公司8%非累积优先股的历史表现，可以极好地说明成熟证券的这个特性(1905-1927年间，这些股票都得到足额的红利，并且每年(除1924年)都有愿意支付高于股票面值的价格的投资者。它的受宠几乎都是基于它的声誉和分红一记录，因为这段时期的大部分时间里，该公司的统计表现实在乏善一可陈(即使对于工业类债券来说也是如此)，以这种表现来说明人们购买这种非累积工业优先股的原因未免过于牵强。1922-1927年间它的利息和优先股息保障倍数分别如下:

1922——1.20倍
1923——1.18倍
1924——1.32倍
1925——1.79倍
1926——1.00倍
1927——1.01倍

1928年，其股票价格高达109。同一年，公司蒙受了巨大损失，停止优先股分红。尽管表现如此之糟而且没有任何分红，该股在1929年的价格实际依然达92.50(1932年的价格为3.i2s>

不成熟证券的脆弱性—不成熟证券几乎都集中在工业领域。在铁路公司的各种高级证券中难以看出“成熟性”的作用。严格意义上的公共事业企业(象电力、供气.、电话和自来水公司等)的证券也是这

样，它们的价格紧随统计结果而波动，美誉度或知名度这类因素对价格的影响不大—当然，很小的公司除外。

工业融资的发展使市场.上新公司的优先股和债券层出不穷。由于其收益率稍高于等级相当的成熟证券的标准收益率，投资者受此诱惑购买了这些新上市证券。如果该证券发行上市后的盈利能力依然得以持续保持，这笔交易应该是令人满意的。但通常任何不利的发展都会使其市场价格大幅下挫。不成熟证券的这种脆弱性导致这个实际结论—购买一种新工业债券或优先股作为纯粹投资是不明智的。

既然这种证券对于不利的发展过分敏感，那么其价格看来将经常跌至极低的水平。诚然，这又提供了诱人的购买良机。但在试图利用这种价值差异时务必谨慎。首先，不成熟证券在市场中受到冷遇不仅仅是一个由于缺乏知识所致的主观问题。一般认为，成熟性是一种客观素质，来自于其得到证明的平安度过商业风暴的能力。尽管这种定义也不是完全正确，但也足以说明投资者为什么偏好成熟证券。

成熟证券和不成熟证券之间可能更为重要的区别在于:它们的规模、知名度大不相同。规模较大的公司通常历史也更长，公众对其高级证券比较熟悉。这样，大多数不成熟的债券和优先股都是那些

不那么重要的公司的证券。但我们在讨论工业投资时(第7章)曾经指出，对于高级证券，占据主导性的规模可能是最让人满意的一项特性。这方面，不成熟证券必须为这并非微不足道的劣势付出代价。

不成熟工业证券很少能达到投资性等级—不成熟工业证券可能几乎不值得投资，这是一个合乎逻辑的实际结%,。因此购买这些证券时只能出于投机心理。这就要求其市场价格必须足够低(比方说，通常价格必须低于70)，只有这样将来才有可观的升幅。。

在前面对于投机性高级证券的论述中(第26章)，我们提到把大约70-100的价格区间作为“主观离差区间”。因为人们对于该证券是否可靠的看法不尽相同，价格也因此在这区间波动。然而，对于不成熟工业债券或优先股，分析家似乎不应被这个范围内的价格水平所吸引，即使该证券的数字表现相当令人满意。只有当这些证券确切地达到投机性价格水平时，他才应当喜欢这样的证券。

不过，如果该证券的统计结果特别好(就像上章提及的福克斯电影公司6%票据)，这一准则也可以有例外。但是这种例外是否可以包括不成熟工业优先股，我们对此表示怀疑，因为优先股有其合约性方面的不足。(就前面所述的康格勒姆公司优先股而言，该公司在其同行中占支配地位，其优先股并不

象市场表现的那么“不成熟”)。

可比价格的差异——这种比较或许令人讨厌，但他们对分析家有着某种难以捉摸的魅力。与确定哪一证券具有吸引力相比，推断A证券优于B证券的过程似乎简单得多。但在有关比较分析的章节中，我们曾经暗示，建议投资者掉换手中的证券要承担某种特定的责任，同时我们也警告不要过于相信单纯数字上的优势。不论现在统计结果怎样，未来面前人人平等。我们可以用另一种方一式来说明这一点，即分析家不应当力荐某种证券交易，除非:(t)从自身角度来衡量，所要购买的证券是有吸引力的;(2)或者是这两个被比较的证券之间有着某种确定的契约关系。我们选择两个比较的例子来说明上面的第0)种情况。

例:一、1932年3月作的比较

| 项目 | 沃德烤<br>到期，价 |
|---|---|
| 利息费用总额保障倍数 | |
| 1931 | 8.1倍 |
| 1930 | 8.2倍 |
| 1929 | 11.0倍 |
| 1928 | 11.2倍 |
| 1927 | 14.0倍 |
| 1926 | 14,5倍 |

| | |
|---|---|
| 1925 | 12,6倍 |
| 7年平均值 | 11.4倍 |
| 债券发行额 | $4546 |
| 股票市值(1932年3月均值) | 12200 |
| 现金资产 | 34380 |
| 净营运资本 | 34940 |

*包括担保股票。

在这个比较中沃德烤制公司证券的统计结果远远强于伯利恒钢铁公司债券。而且，尽管其回报颇高，该证券看来还是得到足够好的保障，值得作为一项投资。从质的因素来看，尽管它给人的印象不深，但也没有任何破产的危险。因此，可以推荐投资者购买该债券，或者推荐他们把伯利恒钢铁公司债券换成该债券。

_},1929年3月的比较

| 项目 | 斯皮<br>7%，价格 |
|---|---|
| (利息和)优先股股息保障倍数 | |
| 1928 | 2.4倍 |
| 1927 | 4.0倍 |
| 1926 | 3.0倍 |

| | |
|---|---|
| 1925 | 2,5倍 |
| 1924 | 4.7倍 |
| 1923 | 6.5倍 |
| 1922 | 4.3倍 |
| 7年平均值 | 3.9倍 |
| 债券发行数 | 无 |
| (第一)优先股股数 | $3900 |
| 低级证券的市值 | 32000 |
| 净营运资本 | 10460 |

在这比较中，毫无疑问，斯皮尔公司优先股的统计结果好于共和钢铁公司优先股。然而，从其自身来讲，考虑到其商业类别以及我们讨论过的优先股的不足，其表现给人的印象还不足以使人相信它的投资价值。而且，该证券的价格还不够低，因此也不能进行纯粹投机性的推荐。所谓纯粹投机性，就是在交易中首要的重点在于寻求增加本金的机会。这样说来，我们不应坚持推荐斯皮尔公司优先股掉换其它证券—比如说，共和钢铁公司优先股。

明确相关证券的比较—当被考察的证券之间存在明确的相关关系时，情况大不一样。分析家可以单纯从儿种证券在既定条件下的相对优势的角度来考虑某种掉换;而无须承担进人或保持某种状态的责

任:在前面几章中，我们曾经考虑了几种证券相对价格明显不相称的情形，这种情形使得分析家可以作出权威的掉换建议。这种不相称通常是由于总体市场未能认识到合同条款的影响而造成的，有时还可能是由于投机市场关注普通股而忽视高级证券的倾向造成的。第一种类型的例子可以参见第17章中对牵涉到担保证券的价格背离的讨论。城际高速运输公司不同证券之间的价格差异(见附录42)，以及布鲁克林联盟高架铁路公司5%债券一与布鲁克林一曼哈顿运输公司6%债券之间的价格差异(参见第2章)，也是这种类型的例子240

而我们在第25章所讨论的可转换高级证券与普通股之间的不合理的价格关系，则是第二种类型的机会的例子—公众的投机兴趣集中在比较活跃的低级证券的倾向。而1933年8月美国供水和电气公司“自由”普通股与同样代表该证券、但不那么活跃的投票信托证书之间高达7个点的价差，则从另一侧面说明了这一倾向。这种现象不仅意味着存在直接掉换的机会，而且还存在对冲交易的机会。

其他不那么确定的差异—在上面这些例子中，从数字上就能看出这些差异。我们认为，高级证券与低级证券之间还有更大的一类差异，这种差异不能极为确切地得到证明，但就我们实际目的而言，完全可以肯定。我们来看看这样的例子，科罗拉多

工业公司利率为5%的债券，它于1934年8月1日到期，并且得到科罗拉多燃料和炼铁公司的担保，它在1933年5月的价格为43;与此同时，罗拉多燃料和炼铁公司股息为8%的未分红优先股的价格却达45。在14个月的时间内，债券必须全部偿清，否则优先股就面临被接管清算而彻底消失的可能。为了使优先股比以相同价格买进的债券显得更有价值，不仅要求在1年多点的时间里按面值清偿债券，而且要求继续优先股的分红并且清偿所欠红利。这几乎难以想像C

对南部铁路公司股息5%的非累计优先股与大西洋城和丹维尔铁路公司利率4%的第二债券也可作类似的比较。前者未分红，1933年5月的价格为327/8;后者在1948年到期，因与南部铁路公司有一笔租赁交易而使利息得到保障，同期价格为301/225。另一个例子是纽约一纽黑文一哈特福德铁路7%优先股与纽约一西切斯特一波士顿铁路公司41/2%债券。前者未分红，1933年5月的价格为47;后者于1946年到期，得到纽黑文公司的完全担保，支付利息，价格为48},

在比较同一公司的非转换优先股与普通股时，我们发现，相对而言，当两者都处在投机性水平上时，后者同样有价格偏高的趋势。然而，只有当优先股含有累积红利时(之所以作出这点限制，详见第

巧章关于非累积证券缺陷的讨论)，我们才能放心地作这种比较。1933年4月，当美国和外国能源公司累积$7的第二优先股价格只有11时，其普通股$10的价格显然没有根据;芝加哥大西部铁路公司的情况也颇为相似，1927年2月，其普通股的价格为21.50，而其每股累积股息达$44、股息4%的优先股的价格只有32.500

可以这么说，在这类情形中，如果出现了大繁荣的景象，普通股价值可能最终将极大地高于优先股。但即使出现这种情况，公司也必然要经历一段过渡时期—情况的好转使它能恢复优先股股息，然后清偿累计未分股息。这种状况使优先股直接受益，因此优先股的市场价值可能(至少在瞬间)远高于普通股的市场价值。因此，只要情况可能有任何一点改善，低价买进优先股将比买人普通股要合算。

。因为特别的需求与供给因素而产生的背离—我们现在所讨论的不合理的价格关系归因于供求状况，而这种供求状况又是盲目投机的产物。有时，某种影响供给或需求的特别的偶然事件将会导致价格背离。

例:1933年，城际高速运输公司利率5%债券与7%债券的价格关系极不合理。毫无疑问，庞大的偿债基金买进前者而不是后者的市场操作，推动了前者

价格不成比例的上涨。我们再来看一个突出的例子:1921一1922年战后恢复调整期间利率4.75的美国战时债券的市场表现。战争期间，出于爱国人们用银行贷款购买了大量的这些债券。战后人们纷纷要求变现这些贷款，这引发大量的抛售进而使债券价格下挫。这种特殊的抛售压力实际上使战时债券的基价低于高级铁路证券。但是我们知道，后者在证券中等级较低，并且在税收中也处于更为不利的地位。我们来比较1920年9月两者同一时点的价格。

| 证券 |
| --- |
| 美国第四战时公债(利率4.25%，1938年到期) |
| 太平洋联盟第一证券(利率4%，1947年到期) |

*未考虑免税优惠。

这种情况为分析家们提供了一个绝好机会，那就是建议把这些老牌铁路证券换成战时债券。

后来，这些战时债券与1923年到期、利率护/4%的美国胜利债券的价格之间也存在不那么醒目的不合谐。本书作者之.一在当时撰写并出版的一份文件中，讨论了这种情形，我们在附录47作了转引，作

为"实际证券分析"的一个补充例子。

- **第52章市场分析与证券分析(附注)**

确切地说，预测证券价格不是证券分析的一部分。然而，人们通常认为这两项活动是密切相联的。个人或组织都经常同时开展这两项活动。人们预测价格变化过程的动机不尽相同，所应用的技术方法更是五花八门。华尔街绝大部分的精力都放在预测“总体市场”的即时表现的科学，或称艺术或消遣上，而所谓“总体市场”则是由金融出版物_L各类平均数来代表的。某些服务机构或专家则把他们的目标定位于预测市场的长期趋势，声称不去理会每日价格的涨落，而是关注一段时期(比如说几个月)的宽幅价格波动。与把市场作为整体进行研究不同，也有人将大量的精力用于预测个股的市场表现。

市场分析作为证券分析的替代，还是作为证券分析的补充—假定这些活动得以足够严肃认真地开

展，而不仅仅是代表猜测，我们可以把所有这些活动称之为“市场分析”。在本章中，我们希望探讨在多大程度上可以郑重其事地将市场分析看作为证券分析的一种替代或补充。这问题很重要。假如象许多人认为的那样，根本不用参考股票内在价值就能令人信服地预测股票价格的波动，那么将证券分析仅限于固定价值投资的选择也不为过。因为对于普通股这类证券，掌握了适时买卖技巧或者选择即将最大或最快上涨股票的技巧，显然肯定比费力地去鉴定股票内在价值能带来更为可观的收益。还有许多人相信，结合股票内在价值对该股市场地位进行分析能得出最好的结果。如果真是这样，那些冒昧地游离固定价值投资领域的证券分析家也就有资格称为市场分析家，因为他们能够同时从两个角度观察任何局势。

对林林总总的市场分析方法所蕴含的理论及技巧进行详尽的评论，超出了我们的范围。我们的任务是就价格预测的主要前提进行粗线条的思考。即使是这种粗略的勾划，也可能就市场分析与证券分析的关系这个令人困扰的问题形成一些有益的结论。

两种市场分析—有两种不同的市场分析方法:一种是纯粹从股票市场的历史表现中挖掘材料进行预测;另一种则是考虑各种经济因素，如总体和特定的

商业环境、货币利率、政治前景等。第一种方法的所蕴含的理论可以用一句话来概括—“市场是自己最好的预测者”。人们通常借助于反映个股变化或市场平均变化的图表来研究市场行为。

第一类市场分析的含义—应当承认，在过去的十年里“技术分析”风气极为盛行。1927年以来，证券分析的威望明显不断下降。而图表分析的追随者明显增加，即使在漫长的萧条期也是这样。许多怀疑论者把这些看作是占星术或巫术而摒弃26，这是事实;但是它在华尔街的分量却绝对重要，这就要求我们对其观点给予某种程度的关注。为了将我们的讨论限于逻辑推理的框架，我们有意省略图表分析的主要理论，那怕是精炼的概述27。我们仅仅希望探讨其核心思想—即可以通过对过去价格波动的研究来有效地预测未来的波动—的含义。

我们相信，这样的考虑将导致如下结论:

1.图表分析不可能是一门科学。

2.它在过去并未证明自己足一种在股票市场盈利的可靠方法。

3.它的理论建立在不完善的逻辑或纯粹武断的基A之上。

4它之所以日渐盛行是因为它比毫无章法的投机拥有一定优势，但这种优势随着图表追崇者人数的增加而日益丧失。

1图表分析不是一门科学，它在实践中不可能持久地获得成功—我们说图表分析不是一门科学完全是有根据的。假定它是科学，其结论就可以作为可靠准则。这样，每个人都能预测明天或下星期的价格变化，由此每个人都能通过适时买卖股票而不断赚钱，这显然是不可能的。稍加思索就会明白，人们不可能对处在人类自身控制之下的经济事件作出科学预测。这种预测的“可靠性”将使人们采取相应的行动，而这种行动反过来又会推翻当初的预测。因此有思想的图表分析家承认，只有在少数人掌握这种科学方法的情况下，才能取得不断的成功。

2由于这一点，我们就可以推论，不存在曾长期不断获得成功并广为人知的图表分析方法。如果有的话，它很快就会被无数人所采用。也正是这种追崇最终将葬送其功能。

3有待推敲的理论基拙—图表分析的理论基础主要有如下几点:

a.市场或个股的表现反映了那些对其感兴趣的人们的行为与态度。

b.因此，通过研究市场的历史表现，我们能断定市场接下来将会发生什么。

前提极可能是正确的，但不一定就得出这样的结论。通过研究股票图表，你可能对该股的技术形态知之甚多，但并不定足以使你在该股的实际操作

中获益。赛马的“历史战绩”就是类似的很好例子，赛马的博彩者对它进行孜孜不倦的研究。毫无疑问，这些图表提供了关于参赛者相对优势的大量信息，经常能使人们从中选出比赛的优胜者。但问题在于，这些图表并不能经常提供这类有价值的信息，从而使赛马博彩成为一项有利可图的娱乐项目。

进一步说，证券分析自身也有类似的情况。公司的过去收入对其未来收入提供了有用但并非可靠的指示作用。因此，证券分析和市场分析在这一点是相似的，那就是他们都在与关于未来的非结论性的资料打交道。不同之处在于，证券分析家通过某种“安全边际”保护了自己，而市场分析家则否认这点。

4.理论及实践上的其它不足—图表分析对于股市交易者的吸引力，就有点像某种专利药品对患有不治之症的病人一样。实际上，股市投机者确实受着某种几乎不可救药的疾病的折磨。然而，他所求的药方并不是对投机的节制，而是对利润的追逐。不管过去如何，他劝慰自已现在能够创造利润并保持它。因此，他不问青红皂白地贪婪地抓住每个有助于实现这个目标的貌似有用的方法。

我们认为，图表分析的貌似有用之处主要在于，它坚持正确的赌博格言，即损失应当立即止

住，而利润则可以让它不断增加。这项准则通常能避免突然的巨额损失，并且偶尔能获得可观利润。因此，其最终收益可能比毫无章法地跟随"市场小道消息"所获得的收益要高。市场人士注意到了这个优势，坚信通过进一步完善图表分析方法，一定能极大地提高其可靠性，使他们自己能不断地获利。

但这个结论潜含了一个双重悖论。在这轮盘赌中许多参与者都沿用类似的方法，这种方法在任何时期都使他们的损失有限，并且偶尔使他们能获得可观的收益。但最后他们发现:零星的损失总和超过了次数不多的可观利润(事情必然会是这样，因为一段时期内的数学机率是无情的)。对股票交易者而言，同样也是这样。他们会发现，交易费用使他们损失惨重。第二个困难在于，随着图表分析方法的受宠，亏损交易的损失额趋于上升，同时利润趋于减少。这是因为，越来越多人沿用相同的方法，他们几乎同时得到买人信一号，这样抢购的结果必然是这些人支付更高的平均价格。相反地，当这些人同时决定卖出—要么为减少损失要么为保障盈利—结果必然又是以较低的平均价格卖出("止损命令"曾经是交易者的一个非常有用的技术手段，但是正是由于使用得越来越频繁，它作为一项防范措施的作用也越来越弱")。

我们相信，较为聪明的图表分析追随者会承认理论上的这些不足，并且认为市场预测是一项需要才能、决断、直觉和其它个人素质的艺术。他们也会承认，不可能有实际的操作准则，以致自动遵循这项准则就能获得成功。

第二种类型的机械预测—在探讨这一观点的重要意义之前，让我们先来看看第二种类型的机械预测。它建立在市场以外的各种因素基础上。就总体市场而言，通常的做法是建立一个代表不同经济因素的指标体系，如资金利率，货运量，钢铁产量等。同时通过观察这些指标近阶段的变化，来预测市场的即将发生的变化。这类方法中最早的同时也是非常简单的一种，是以使用中的高炉所占的百分比为基础的。

该理论是由克利夫兰德信托公司的C.里昂纳德·P.艾勒斯发展起来的，并且得出如下结论:证券价格通常在使用中的高炉数减少到总数的60%时达到谷底，相反地，当使用中的高炉数量增加了60%时，证券价格通常达到顶峰28。与此相映成趣的一个理论是，债券价格将在生铁产量出现低点后的大约14月后达到高点，股票价格则在生铁产量出现低点后大约两年达到顶峰。，

这种简单方法是所有机械预测方法的代表，体现在:①从先验推理的角度看，它似乎有些道理。②

过去许多年里，它一直为人们所应用，正因如此，它颇使人信服。所有这些方法的固有缺陷在于时间因素。比方说，我们很容易并且放心地预言:一段时期的高利率将会导致市场急剧的下跌。但问题是“多快”?现在并没有回答这个问题的科学方式。因此许多预测方法成为某种伪科学，它们想当然地认为，过去偶然发生过几次(或者煞费苦心地通过一系列试错而找出的)的时滞或者巧合，肯定会在将来同样地发生。

因此，广义地说，通过参考机械性的指标来预测证券价格变化，同样也会象图表分析方法一样遭致反对意见。它们不是真正的科学方法，因为其推断不能令人信服，而且，进一步地说，经济领域里真正科学(也就是完全可靠)的预测在逻辑上是不可能的。

和证券分析相比市场分析的劣势—最后我们回到原先的结论:市场分析是一门艺术，成功地开展下去需要有特殊的才能。证券分析同样也是一门艺术，除非分析师有能力和学识，才能获得令人满意的结果。然而，我们认为，证券分析与市场分析相比有几项优势，这使得前者对那些经过训练的聪明人士来说是更能获得成功的领域。在证券分析中，首要的重点放在防范不幸事件。这种防范就是坚持“安全边际”或者保证证券价值远超于所付价格。

其潜在的思想是，即使该证券并不象它表面看来那么有吸引力，投资的结果仍将是令人满意的。在市场分析中没有“安全边际”，你要么对，要么错。如果你错了，你可就赔钱了。

市场分析家的主要法则就是减少损失和保障利润(通过在下跌初期卖出)，这导致市场交易活跃。这也意味着交易成本是影响最终结果的一个极为不利的因素。而以证券分析为基础的操作通常属于投资类型，不会带来活跃的交易。

市场分析的第三个劣势在于，它本质上涉及智慧的较量。通常情况下，一个人的利润是以那些在做同样事情的其他人的损失为代价的。市场人士必然喜欢那些比较活跃的股票，它的价格变化是无数象他这种类型的人交易的必然结果。市场分析家只有在假定他比对手更聪明，或者可能运气比他们好的情况下，才有希望取得成功。

相反，证券分析家与其同伙之间的竞争关系并不象上面所说的那样，通常他选择购买的股票一般并不是对它的价值作了同样费力分析的某个人所卖出的。我们必须强调这一点:证券分析家关注的证券远比市场分析家关注的多。他将在这个数目不小的股票清一单中，选出那些市场价格跌至远不能反映其内在价值的水平的少数股票。这些股票之所以被低估，要么是由于被人们忽视，要么是因为人们过

份看重那些可能是暂时性的不利因素。

市场分析看起来比证券分析容易，并且能快得多地获得其报酬。也正是因为这些原因，最终证明它可能更令人失望。在华尔街乃至其它任何地方，都不会有轻松快速赚钱的可靠途径。

基于近期前景的预言—金融界所提供的分析和建议很多都是以公司近期商业前景为基础。假定前景看好，人们就应该买进股票，并寄希望于将来确实有较高利润被报告出来时，股票价格会上升到更高的水平。这点证券分析和市场分析是相一致的。市场前景被认为是与商业前景相一致的。

有这么一种理论:主要应根据即期前景来购买股票。我们认为，这未免使投机证券的选择过于简单。其不足之处在于，事实上目前的市场价格已经反映了大多数人对于其未来前景的意见，并且在许多情况下市场对未来前景比人们当时所认可的要更为看好。当某个股票因为其来年收入有望增加而得到推荐时，就产生了双重危险—其一，对来年结果的预测可能证明是不正确的。其二，即使是正确的，在可能早就贴现(或者甚至过度贴现)在现在的价格中了。

如果市场通常只能反映今年的收入状况，那么对来年业绩所作出的正确预期将带来无比的收益。但这前提是不正确的。我们附上一张表，该表(表52

一1)一方面反映了美国钢铁公司普通股每股年收益，另一方面反映了1902-1933年时期该股价格的变动范围。我们发现，除1928一1933年外(在此期间商业环境变化多端，以致必然导致股票价格相应的变化)，很难看出收入波动与市场报价波动之间有任何必然的相关性。

美国钢铁公司普通股， 1901~1933

| 年份 | 每股收益 | 市场价 |
|---|---|---|
| | | 最高 |
| 1901 | 9.1 | 55 |
| 1902 | 10.7 | 47 |
| 1903 | 4.9 | 40 |
| 1904 | 1.0 | 34 |
| 1905 | 8.5 | 43 |
| 1906 | 14.3 | 50 |
| 1907 | 15.6 | 50 |
| 1908 | 4.1 | 59 |
| 1909 | 10.6 | 95 |
| 1910 | 12.2 | 91 |
| 1911 | 5.9 | 82 |
| 1912 | 5.7 | 81 |
| 1913 | 11．O | 69 |
| 1914 | 一0.3 | 67 |
| 1915 | 10.0 | 90 |
| 1916 | 48.5 | 130 |

| | | |
|---|---|---|
| 1917 | 39.2 | 137 |
| 1918 | 22.1 | 117 |
| 1919 | 10.1 | 116 |
| 1920 | 16.6 | 109 |
| 1921 | 2.2 | 87 |
| 1922 | 2.8 | 112 |
| 1923 | 16.4 | 110 |
| 1924 | 11.8 | 121 |
| 1925 | 12 . 9 | 139 |
| 1926 | 18 . O | 161 |
| 1927 | 12.3 | 246 |
| 1927 | 818 | 176 |
| 1928 | 12.5 | 173 |
| 1929 | 21.2 | 262 |
| 1930 | 9.1 | 199 |
| 1931 | —1.4 | 152 |
| 1932 | 11.1(d) | 53 |
| 1933 | 5.4(d)# | 68 |

#1933年9月30日前9个月。

在附录(见附录48)中，我们复述了一家重要的统计和咨询服务公司在1933年下半年对两个普通股的部分分析和推荐。该推荐主要是根据1934年显而易

见的前景而提出的，看不出来它曾试图探求其合理价值并且将这价值与当前价格作比较。详尽的统计分析将得出这个结论——一些被咨询机构认为应该卖出的股票正在以低于内在价值的价格出售，其原因仅仅是因为即期前景不被看好;而一些被咨询机构认为值得继续持有的普通股的价格却高于其内在价值，仅仅是因为它前景光明。

我们怀疑，分析家们能否相当成功地预测不远将来的个股的市场表现，不论他的预测是以市场的技术点位为基础，还是以总体商业前景抑或是以个股的具体前景为基础。我们认为，将分析家的努力限定在下述领域，将会得到更令人满意的结果:

1.选择满足苛刻的安全检验标准的标准高级证券。

2.发现达到投资等级，并且其价值有可观的增值可能的高级证券。

3.发现那些看来以远低于其内在价值的价格出售的普通股或投机性高级证券。

4.找出相关证券间存在的确定的价格背离，这种情况可能使人们有机会进行掉换、或套期和套利交易。

注释

1标准统计公司的做法是，在计算普通股的帐面价值时，按照优先股在公司解散时的价值来对优先

股进行扣除。这种做法没有什么道理，因为解散和清算几乎都是一种遥远的偶发事件，这种事件发生时的状况很可能和进行分析的时候的状况大相径庭。采用标准统计公司的方法得到了这样一个结果:代理和博彩公司股息率$5的第二优先股被估计出了每股$115的“价值”，而同一公司股息率$8的第一优先股却只有每股$100的价值。如果按照6%股息率的基础进行估计的话，在这个案例中，两支优先股股东的要求权的真实或实际价值，从相对的角度看，应该非常接近于135(第一优先股的)对比85(第二优先股)。

2.参见附录第43条，其为1932年股价低于清算价值的流通股的代表企」卜。

3.这次交易的一个出乎意料的结果是1933年4月斯塔贝克集团的破产清算，从表面上看是怀特汽车公司的少数股东反对两者合并引起的。但这与我们的讨论毫不相干，我们的观点是，在出售和合并中，应该总是(一般都会)充分考虑资产的清算价值，即使股票的市价远远低于它。

4.1929年，汉密尔顿毛纺公司按比例向股东售出13,000股，每股50美元。1932年和1933年分别按比例以每股65美元购回6,500股和以每股50美元购回1,201〕股。完美橡胶公司于1934年采取了同样的行动。西姆斯石油公司在按比例从股东手中直接购回

股票的问时，还从公开市场上购买。该公司在1930年到1933年间以两种方式回购的股票数额占1929年末流通在外股票的45%.

5.纽约股票交易所在1934年2月提供的数据显示，有259家上市公司购回了自己发行的部分股票。

6.仅仅3个月后，纳什公司于1933年8月恢复了股息，但是到1934年8月，股息又被停发了。

7.又见第6章、第18章和第40章关于菲科克公司这两种债券的叙述C

8.认购权在纽约股票交易所的交易基础是不变的:“一个认购权”是指拥有一股普通股所获得的权利。这与认股权证所遵循的思路截然相反。关于快速计算认购权的价值的方法，请参见附录第44条

9现在越来越流行的做法是，在公司章程中加人剥夺股东这种所谓的“先买权”的条款。据称，交出这种权利是必要的，它使董事会在作出包括股票发行在内的公司决定时具有更大的灵活性。但我们对该观点的正确性表示怀疑。

10.城市服务公司在1921年和1925年间以临时凭证的形式分发了股息，并在1926年赎回。因为它的价值IL乎全部建立在董事们的决定上，所以它属于可以给内部人员带来巨大好处的一种投机性工具。煤气证券公司属于城市服务公司的一个子公司，它在1933年也支付了这种形式的股息

11阿勒格尼公司和联合公司以认股权证的形式向那些组建控股公司的人支付了大笔的“管理津贴”。这种做法同样应该受到批评。

12，有时也有一些例外，一个明显的例子就是智利铜业公司。经证实存在的大量的矿石，被认为是采取公募方式筹资以使矿石变成产品的充分依据。1920年林肯汽车公司的股票发行是不符合上述原则的少数实际例子的一个。在这个企业背后有一个卓而不凡的个人信誉，但它的结果是灾难性的失败。

13.另外两个例子将进一步解释1933年的股票融资办法。投机利润股份有限公司的发行对组织者有三方面的好处:

0)15%的销售佣金;(2)以认股权证的方式进行额外补偿;(3)大约等于净现金收入20%的管理费用。

至于钡钢公司发行的A类普通股，承销商的销售佣金为11%;但是承销商又收到大约40%的B类普通股作为额外报酬。

14.联邦贸易委员会在1934年2月向美国参议院提交的一份报告中，罗列出了许多大公司在1929-1932年间向高级职员支付的工资和奖金的数据。

15.要完整地了解该金字塔结构是如何形成的，请参见第73届国会第1次会议(1933年6月5-8日)的(美国参议院银行和货币委员会听证会》第二部分第563

一777页—关于“股票交易活动”。该部分涉及第72届国会参议院84号决议以及第73届国会中参议院56号决议。更详细的论述和有关的图表可在《关于铁路系统股票所有权管制》第二部分第820-1173页(第71届国会第3次会议形成的众议院第报告2789号)找到，尤其值得关注的是其中第878页的插负。

近来最为声名狼藉的金字塔式结构要数因萨尔的结构。而美国和外国证券公司和美国和国际证券公司之间的关系则为我们提供了

另一种类型的金字塔结构的有趣案例。附录45简单沦述了这两个案例。

16.参见众议院报告第2789号(第71届国会第3次会议)第二部分，第820一1173页。

17.注意，这里的总资本指的是股票和债务的总市值，而不是单纯指自有资本—译注

18.股息率是指股息与股票面值的比率，而股息报酬率则是指股息与股票市价的比率(参见第29章)—译注。

19.本讨论所涉及的有关术语及评价指标的解释，请参见前面章节。

20.1933年，阿特拉斯制钉公司试图进行这样的操纵。为了吸引公众购买，该公司允诺按1;3的比例分割股权。但是很显然，对于这样一个价格为$30的股票而言，这种举措不会有任何实质性的意义。

1933年该股从$11/2上涨到梦i4，最后又急剧跌至$10，其中的原因值得作为操纵模式的一个完美例子进行研究。此外，对该股1929年前的“价格一收益关系”与“价格一资产关系”作一比较，颇有启发意义。

21.请参见亚瑟·杜因的《合并成功的一个统计检验》，发表在《经济学季刊》(1921年11月);并重登在他的《公司财务政策》一书第885一898页(纽约，1926)。又见亨利·西格和查尔斯·加里克的(信托公司的难题》第659一661页(纽约，1929年)和(委员会关于近期经济变化的报告》第1卷第194页及以后内容(纽约，1929年)。

22.在福克斯电影公司的例子里，利率为6%的债券仍然可以根据重组计划换成普通股(每股$18.90)。如果这不是单纯自愿的而是合同赋予的一种转换特权，那么从各种角度来说，福克斯电影公司价格为$75的票据显然比价格为$14的普通股更有优势。

23.我们在附录32中讨论过的威利斯一奥弗兰公司的第一证券(1933年

9月1日到期，利率61/2%)，正是这种可怕结局的例证。

24.应提请读者注意的还有，1929年皮尔斯石油公司的优先股和普通股之间的价格关系;1934年1月中州电气公司利率为51i2%的债券和北美公司普通股之间的价格关系;1933年阿得旺斯一鲁姆利公司的

普通股和阿利斯一查默斯制造公司的普通股之间的价格关系;这些关系都可以作为由于一个公司拥有另一个公司的证券而导致的不相称的例子。

25.南部铁路一美孚和俄亥俄股票信托证书，有4%股息的永久担保，1933年售价只有$393/4，而同期南部铁路汽车公司优先股的价格达$49。显然，前者比后者便宜。

26.说到这种态度，我们指的是弗雷德里克·马考勒(FrederickRa

Macaulay)于1925年在美国统计协会会议上的一番评论。为了说明这个情况，他将数千次抛硬币的实验结果绘制成图(硬币正面朝上=“上升一点”，硬币正面朝下=“下跌一点”)，这样就得到了一个在各方面都与典型的股票图表相似的图表—也有阻力点、趋势线、双顶形态、积聚区间等。因为这种图表不可能从中找出关于未来头部或底部的线索，我们也可以相当肯定地说，股票图表同样无效。马考勒先生的评论后来被总结在“美国统计协会杂志”第20卷第248页。

27.关于图表分析理论与实践的详尽论述，读者们可以参考RoW。夏巴克尔(R.W.Shabacker)的“股票市场理论与实务”中第34章及其后面几章;B.C.福布斯出版社，纽约,1930;罗伯特·瑞(RobertRhea)的“道氏理论”，处处都有相关论述，巴龙出版社，纽

约，1932;本书作者还被告知，哈罗德·加特利(HaroldoMoGardey)对这方面的潜心研究成果很快就要以“股市图表”一书出版，哈伯兄弟出版社，纽约，19340

28.参见克利夫兰德信托公司公报，1924年7月15日。大卫·乔丹在“实用商业预测”(纽约，1927年)一书第203页进行了转述。

29.参见:“萧条后的商业复苏”(克利弗兰德信托公司于1922年出版的小册子)，其中，科勒内尔·艾勒斯(ColonelAyres)的结论总结在该册子的第31页。

## • 附录

附录1

美国钢铁公司在1929年的举动为通过出售股份来偿还债务提供了一个范例。在那一年里，该公司通过溢价出售额外的普通股获得了大约1亿4300万美元，再加上1亿9500万美元的库存现金，偿还了其母公司和另外两个子公司的所有长期债务。

下面的图表可以说明股票融资，尤其是通过发行股东“认股权”进行的股票融资规模的起伏。该表归纳了由标准统计公司收集并报告的美国新发证券数据，其中不包括联邦、州政府和市政府发行的证券。

1924年—1933年新发行证券统计表(单位:10万美元)

| 年份 | 以“认股权”形式发行的普通股或优先股 |
|---|---|
| 1924 | 444.7 |
| 1925 | 752.9 |
| 1926 | 901.2 |

| | |
|---|---|
| 1927 | 1442.4 |
| 1928 | 2399.5 |
| 1929 | 4205.0 |
| 1930 | 1135.2 |
| 1931 | 196.3 |
| 1932 | 40.0 |
| 1933 | 82.1 |

标准统计公司公告，1932年1月，第49页，以及每月增补资料，均由标准统计公司出版发行。

附录2

美国运通公司的一段财务历史说明，资产权益由股票的形式转变为债券的形式，可以吸引投资者的购买，尽管转变后的新证券无论是从安全性还是收益性方面都不如股票。

美国运通公司于1914年进行清算，截至到1918年5月，其总额为10万股的股票每股获得了52美元的清算股息。其剩余资产主要包括对位于纽约市雷克特大街2号的美国运通公司大楼和另外两处帐面价值为68万美元的房产的完全所有权。其负债额微不足道。当时的股票市价为15美元/股，反映出其总资产约为150万美元。

在1919年12月，在雷克特大街的楼房及其相邻房产被以372.5万美元出售。购买者的资金有一部分来源于以面额出售了雷克特大街2号公司第一抵押债

券(利率6%,1935年4月1日到期，以土地及房产为抵押)300万美元。国民城市公司的发售公告称，据本市四家领头房地产公司作出的评估，该债券符合纽约州法律规定的信托基金投资的投资标准。后者暗示根据纽约州法律规定的计算方法，其“评估价值”可达到至少500万美元。

雷克特大街2号第一抵押债券的平价发售和美国运通公司15美元的股票价格形成了鲜明的反差。后者的购买者付出150万美元就可以得到雷克特大街房产加上另外两处房产的完全所有权，而后者的购买者则在付出300万美元之后才能获得雷克特大街房产的有限权益。股票购买者只需付出一半的价值，即可获得后来债券购买者所得到的所有抵押品，外加对所有额外利润或价值的要求权。

由于纽约市的房地产在该次债券发售之后不久即出现上扬态

势，雷克特大街的房产被再次出售，其债券在1925年4月被以面额103%的价格赎回，持有人获得的纯收益率为3%。但是在同一段时间内，美国运通公司从出售房产的资金中，付给股东每股37.5美元的清算股息，之后又在1929年每股分红1.75美元。显而易见，投资每股巧美元的股票要比投资平价的债券所获收益率可观得多。当然，公众一般把投资股票看作是投机，而将仅体现股票之后一部分权益

的债券看作是投资工具。毫无疑问，对于这种反常现象的解释有一部分可以归结于“债券”这个神奇名称所产生的影响。而那份称其可被信托基金投资的公告也起到了推波助澜的作用。

有关上述这段历史，可以通过以下参考材料得到证实:《商业和金融记事》109期2466条;《商业和金融记事》110期86条，1421条，1533条;《商业和金融记事》116期883条;《商业和金融记事》120期1215条;(商业和金融记事》128期267条。

附录3

第5章涉及的从标准形式中衍生出来的证券

在收集下面的这些材料时，我们无意于提供一张完整清单，将所有不同于证券发行公司与持有人之间的常规契约的证券形式都包括在内，这样的一份清单未免会篇幅过长。然而我们已尽可能地展示所有不同于正文中所列常规证券的形式。我们希望，这份清单能够引起对“证券”这一神圣名称的理智的反省或怀疑，有助于读者在有意购买任何证券时都对其具体条款进行审慎的考察。

从标准形式中衍生出来的债券

一、对于在固定日期无条件获得固定利息的权利的修正

1.收入债券:有时也被称为“调整债券”。利息支付取决于可供支付利息的收益多寡，直至最高限额。

利息的支付有时是由董事会全权或部分决定的。利息既可以累计也可以不累计。典型例证:艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司调整债券，利率4%,1995年到期;芝加哥一米尔沃基一圣保罗一太平洋铁路公司调整债券，利率5%,2000年到期;第三大道铁路公司调整收入债券，利率5%,1960年到期;芝加哥高速运输公司调整债券，利率6%,1963年到期。

2.混合证券，其利息在一段时间内是或有的，之后则是固定的。例如丹佛和里奥格兰德西部铁路公司普通债券，利率5%,1955年到期。在1929年2月之前，该债券的利息由董事会决定是否支付。在此之前的五年里，没有利息支付，其中的25%被累计下来，作为应在股息之前支付的利息。在1929年2月1日之后，利息以固定的方式支付。萨克拉门托北部铁路公司发行的三只在1937年到期的债券也都有类似的条款。艾廷根一希尔德公司利率为5%,1938年到期的A系列债券在1937年1月1日之前支付或有利息，而之后支付固定利息直至到期。

3.部分利息固定、部分或有利息取决于收益与/或董事会决定的债券。例如辛辛纳提一汉密尔顿一戴顿铁路公司普通抵押债券，1939年到期。请观察其在1916年以前的表现。这张债券在其它方面也有不符合常规的地方。

4.利息可延期支付的债券。例如波士顿一沃斯特

一纽约有轨电车公司重组债券，利率5%,1947年到期。在1927年之后的6年里，有不同比例的利息被置于优先股股息之后，利息的支付也在一部分上取决于董事会的决定。

5浮动利率债券。例如:堪萨斯城市公共服务公司第一抵押债券B系列，1951年到期。其利率在3%一7%之间浮动。新泽西公共服务公司永久凭证，利率6%，其利率在1904年到1913年间逐渐变化。波士顿和梅因铁路公司普通抵押债券。该债券有十几个系列都是利率逐渐增长的，另有两个系列利率逐渐下降。

6.持有人有权选择以现金或股票形式支付利息的债券。例如:中州电气公司择权债券，利率5.5%,1954年到期;华纳兄弟电影公司择权债券，利率6%,1939年到期系列。

7.无息债务_L具。例如:墨西哥照明和电力公司票据，1937年到期。发行该票据是为给该公司利率为6%的收入债券的累计利息筹集资金。全部由其母公司(墨西哥有轨电车公司)持有。阿拉巴马供水服务公司无息可转换信用债券，无到期日。全部由其母公司(联邦供水服务公司)持有。

8.由优先股股息率决定其利率的债券。例如:联合煤气和电气公司利率为6%的可转换债券，该公司有权决定是否将其转换股息为6.5美元的优先股。利

率与支付形式由该种优先股的股息率与形式决定。公司已行使其将债券赎回并转换为股票的权利。

9、利息在优先股股息之后支付的债券。例如:芝加哥高速运输公司调整债券，利率6%,1963年到期。其利息支付后于两支优先股的股息。波士顿一沃斯特一纽约有轨电车公司公司重组债券，利率5%,1947年到期。阿拉巴马供水服务公司不可转让无息票据，发行于1927年，由其母公司持有。

二、对于在固定日期无条件获得本金偿还的权利的修正

1.不可赎回永久债券。例如:列亥河谷铁路公司4.5%与6%合并债券;新泽西公共服务公司永久凭证，利率6%;加拿大太平洋铁路公司不可赎回合并信用股票，利率4%J

2.无确定到期日的可赎回债券。例如:英国1888年永久公债，利率为2.5%，以及1927年合并债券，利率为4%。新斯科蒂亚钢铁和煤炭公司永久信用股票，利率为6%n;大西洋海岸线公司B类凭证，利率4%二

3.在某一日期之后由举债人决定是否偿还的债券。例如:巴尔的摩联合铁路与电气公司收入债券，利率4%,1899年3月3日发行，1949年3月1日之后公司有权决定是否偿还。由于违约而提前到期。

4.在某一旧期之后持有人有权决定是否偿还的债

券。例如:百慕大公共运输公司债券，无确定到期日，但是持有人有权决定在1968年是否以105美元价格赎回。克罗伊格和托尔公司参与信用债券，利率5%，没有明确的到期日，但持有人有权在2003年7月1日或以后决定是否偿还本息。基于这些“债券”的“美国凭证”实际_L是一种参与股票。其赎回价格最低为面值的5倍，最高则取决于赎回日前3个月的市场平均价格。参看西门子和哈尔斯科·A-c参与信用债券A系列，2930年到期。

5.由于公司被出售或重组而失效的债券。例如:清湾和西部铁路公司A类与B类债券，契约条款模棱两可。这两种债券实际上都分别是参与型的优先股和普通股。联合煤气和电气公司，在1932年之前发行有大量没有固定到期日的债券。它们也可以由公司决定是否转换为股票。请见1931年与1932年《手册》。

6.在本金归还方式方面有选择权的债券。例如:铁路证券公司-伊利诺斯中央公司股票信托凭证，利率4%,1952年到期。公司有权决定是以面值赎回还是向持有人转换相应寄存抵押股份。美国证券公司抵押信托收入债券，利率7%,1962年到期。公司有权决定在到期之前的最后5年内是否按比例付给持有人由出售寄存抵押品所获得的资金。请见《商业和金融记事》135期147条。

7，举债人有权通过将债券转换为股票使本金偿还权失效的债券。例如:联合煤气与电气公司，其在1931年《手册》中列出的许多证券都是属于这种类型的。图多尔城连锁店的某些票据，请见《穆迪手册(银行与金融))1932年，2595页一1597页。

8.到期偿付本金外加盈余(总额固定但没有标准)的债券。例如底特律国际桥梁公司参与债券，利率7%,1952年到期。到期时偿付面值的125%。随着到期日的临近，赎回价格也逐渐上升。华纳兄弟电影公司债券，利率6.5%,1928年到期。到期时既可以面值的105%偿付现金或支付面值另加7.5股普通股，选择权在公司。

9.可以在到期日以前以面值的一定折扣赎回的债券。例如:艾廷根一希尔德公司公司收入债券，利率5%,A系列，1938年到期。这些债券在1937年3月1日之前可以面值打一定折扣的价格赎回;布鲁克林一曼哈顿运输公司债券，利率6%,1934年到期。这些债券可以在1934年2月1日之前以面值的一定折扣赎回。

10.债券的赎回价格取决于届时的市场总体价格水平。例如:兰德·卡戴克斯公司债券，利率7%,1955年到期。这张证券非常特别，在发行之后很短时间内就赎回了。还本付息的数量取决于美国劳动统计局公布的批发价格指数。请见第26期(分析家》603页(1925年11月13日)。

三、对债券持有人除在到期日收回本金并获得一定利息外没有其他资产权益，也没有公司管理方面的发言权条款的修订。

1.参与债券。例如:克罗伊格和托尔公司参与信用债券，利率5%。它还有一项特别规定，即在其赎回时最低支付面值的500%。西门子和哈尔斯科·A-G公司参与信用债券，A系列，2930年到期。西门子和哈尔斯科·A"G公司一西门子舒克特威克·A-G公司债券，利率6.5%,1951年到期。它是一只联合债券，含有或有附加利息权利。联合钢铁公司债券，利率6.5%,1947年到期，联合煤气与电力公司参与债券，利率8%,1940年到期。清湾和西部铁路公司A类收入债券。联合石油公司第

一抵押参与债券，利率8%,1931年到期。这些证券现在已经不再流通。参与分配的利润取决于一定数量石油的总收益。怀特缝纫机公司参与债券，利率为6%,1940年到期。

2.可转换债券:对于债券持有人对资产和收益只有有限权利这一常规，这一类别中包含的修正例子最多。可转换债券的各异情况不胜枚举，主要体现在转换价格，含权期限，可被转换的资产品种，限定转换权利的特别约定，以及上述几个因素的综合。下面的分类列表只是一个有限的列举。应该注意的是，转换权通常要受反稀释条款的制约。

(1)公司拥有提前赎回债券的权利，因此转换权利的期限也随之终止。例如:得克萨斯公司可转换信用债券，利率5%,1944年到期。

(2)与前面相同，但在发行时约定的时间之后赎回权即告终止。例如:巴尔的摩和俄亥俄铁路公司可转换债券，利率4.5%,1960年到期。

不可提前赎回的可转换债券。例如:纽约一纽黑文一哈特福德铁路公司可转换债券，利率6%,1948年到期。在权利实现之前不可提前赎回的可转换债券。例如:艾奇逊一托皮粉一圣菲铁路公司可转换债券，利率4.5%,1948年到期。只有在到期或赎回时权利才一告终止的债券。例如:加利福尼亚包装公司可转换债券，利率5%,1940年到期。在到期日之前规定了明确的权利终止日期的债券。例

如:巴尔的摩和俄亥俄铁路公司可转换债券，利率4.5%,1960年到期。

(7)在刚发行之后不能行使权利，只有在特定的时间之后才可以的债券。例如:切萨皮克公司可转换债券，利率5%,1947年到期。

(8)举债人有权决定将债券转换为股票或其它债券的债券。例如:1931年《手册》中列举的联合煤气与电气公司的各种债券。纽约西部供水公司第一债券，利率5%,A系列，1951年到期。

(9)既可以由举债人也可以由持有人决定转换，

但对转换权利有特别限制的债券。例如:伦敦阳台公寓债券，利率6%,1940年4月15日到期。

(10)只有在收益达到一定水平时才可转换的债券。例如:北美爱迪生公司可转换债券，利率6%,A系列，1957年到期。电力证券公司担保收入债券，利率6%,1949年到期。

(11)只有一部分可以转换的债券。例如:道奇兄弟公司可转换债券，利率6%,1940年到期。新英格兰煤气与电气公司可转换债券，利率5%,1947年到期。

(12)在某一段时间内可转换的债券。例如:波士顿和梅因铁路公司普通抵押债券,Q系列到cc系列(含)，在1930年一1933年间可以转换C

(13)如有约定数量的股票转换为债券时转换权利即告终止的债券。例如:波多黎各一美国烟草公司烟草公司可转换债券，利率6%,1942年到期。

(14)可转换为普通股的债券(最为常见)。例如:国际电话电报公司可转换债券，利率4.5%,1939年到期。

(15)可转换为优先股的债券。例如:长岛照明公司可转换债券，利率5.5%,A系列，1952年到期。

(16)可转换为级别低于一种或数种优先股的A类股票的债券。例如:国际水电系统公司可转换债券，利率6%,1944年到期。

(17)可转换为其它债券的债券(通常是短期票据转

换为长期票据，使持有人有权选择归还本金还是继续投资)。例如:城际高速运输公司债券，利率7%,1932年到期。现在已经破产。哈肯萨克供水公司5年期可转换债券，利率5%,1938年到期。

(18)可转换为两种或两种以上证券的债券。例如:阿勒格尼公司抵押信托可转换债券，利率5%,1944年到期。芝加哥一米尔沃基一圣保罗一太平洋铁路公司可转换调整债券，利率5%，系列A,2000年到期。

(19)既可以转换为两种优先股也可以转换为两种普通股的债券。例如:美国乳品公司可转换债券，利率6%,B,C系列，分别于1934年和1935年到期。

(20)对上述因素有更复杂约定的债券。例如:压缩钢铁汽车公司可转换债券，利率6%,1933年到期。联合煤气与电气公司含8美元利息的分配凭证，5.5%利率的可转换投资凭证，6%利率的可转换债券凭证和其他多种列示在1931年《手册》上的证券。

(21)可转换为其它公司的证券的债券。例如:切萨皮克公司可转换债券，利率5%,1947年到期。波多黎哥一美洲烟草公司可转换债券，利率6%,1942年到期。道森铁路和煤炭公司债券，利率5%,1951年到期。

(22)可转换为另一种可转换证券的债券。例如:在1931年到1932年间联合煤气与电气公司发行的一些债券。请见《手册》。东海岸公共事业公司公司票

据，利率6%,1932年到期，可以转换为一种可转换的A类股票。

(23)可转换为一种既可转换又可参与利润分配的证券的债券。例如:国民服务公司票据，利率6%,1932年到期。国内工业股份有限公司可转换债券，利率6%,1940年到期。

(24)可转换为含有认股权证的债券或优先股的债券。例如:沃肯瓦煤炭公司抵押信托债券，利率6.5%,1947年到期。福克斯大都会娱乐公司可转换债券，;利率6.5%,1932年到期。公共事业联合公司债券，利率6%,1949年到期。

(25)可转换为参与证券的债券。例如:国际水电公司可转换债券，利率6%,1944年到期。社区电话公司可转换债券，利率6%,1949年到期。

(26)可以通过放弃原有债券另付现金转换为股票的债券。例如:瑟鲁泰克斯公司可转换债券，利率6%,1936年到期。

(27)可以通过放弃原有债券转换为股票，并在另付现金的基础上获得额外股票的债券。例如:美国电话电报公司可转换债券，利率4.5%,1939年到期。

(28)在整个权利有效期内可以以某一价格转换为股票的债券。例如:艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司可转换债券，利率4.5%,1948年到期。

(29)可以根据一个规定的时间表以不同价格转换

为股票的债券。例如:巴尔的摩和俄亥俄铁路铁路公司可转换债券，利率4.5%,1960年到期。

(30)根据持有人实施权利的程度决定转换为股票的价格的债券。例如:阿纳康达铜矿公司可转换债券，利率7%,1938年到期。该债券已不存在。道奇兄弟公司债券，利率6%,1944〕年到期。

3.含有认股权证的债券。这也使持有人比持有标准形式的债券拥有更多的对资产或收益利益。含认股权证债券的变异品种也同可转换债券一样多不胜数。下面是一部分列表。反稀释条款往往可以对其权利形成制约。

0)债券到期时权利即告失效的债券。例如:投资者权益公司债券，利率5%,B系列，1948年到期。

(2)在到期日前权利即告终止的债券。例如:雷明顿·兰德股份有限公司债券，利率5.5%,A系列，1947年到期。

(3)当债券的赎回权被实施时转换权利即告终止的债券。例如:皇家荷兰公司债券，利率4%,A系列，1945年到期。

(4)在整个权利有效期内允许持有人以某一价格购买股票的债券。例如:壳牌联合石油公司债券，利率5%,1949年到期。

(5)允许持有人以时间表规定的价格购买股票的债券。例如:加利福尼亚联合石油公司债券，利率

5%,1945年到期。

(6)允许持有人以权利实施的顺序所决定的价格购买股票的债券。例如:中州电力公司选择权债券，利率5.5%,1954年到期系列。

(7)允许持有人以两个价格中较高的一个购买股票的债券，价格之一由以美元计算的外汇成本决定。例如:爱索塔一弗兰奇尼公司债券，利率7%,1942年到期a

(8)带有普通股奖金的权证的债券。例如:沙穆特银行投资信托债券，利率4.5%，与5%，分别于1942年和1952到期。

(9)含有两种权证，允许持有人在同一时间以不同的价格购买两种股票的债券。例如:南部国民公司债券，利率6%,1944年到期。

(10)允许持有人以某一价格将债券转换为股票并以另一价格购买额外股票的债券。例如:英萨尔公共事业投资公司债券，利率6%,B系列，1940年到期。

(11)允许持有人以固定价格购买固定数量股票的债券。例如:壳牌联合石油公司债券，利率5%,1949年到期。

(12)允许持有人以固定价格购买不同数量股票的债券。例如:艾尔帕索天然气公司债券，利率6.5%,1943年到期。

(13)允许持有人以不同的价格购买不同数量股票

的债券。例如:阿道夫·戈贝尔股份有限公司债券，利率6.5%,A系列，1935年到期。

(14)允许持有人购买A类参与股票的债券。例如:中部公共服务公司债券，利率5.5%,1949年到期。

(15)允许持有人购买一种可转换优先证券的债券。例如:莱克星顿电话公司债券，利率6%,1944年到期。

(16)允许持有人购买一份由两种或多种证券组成的证券组合的债券。例如:公共事业能源和照明公司债券，利率5%,1959年到期。

(17)只有在认股权被实施或债券被赎回时权证才可剥离的债券。例如:南太平洋公司债券，利率4.5%,1969年到期。

(18)权证可剥离但在债券被赎回时失效的债券。例如:皇家荷兰公司债券，利率4%,A系列，1945年到期。

(19)由公司正式批准才可剥离权证的债券。例如:艾尔帕索天然气公司债券，利率6.5%.1943年到期。

(20)在债券发行时权证就可剥离的债券。例如:菲亚特公司债券，利率7%,1946年到期。

(21)只有在债券发行一段之间之后权证才能剥离的债券。例如:资本管理公司债券，利率5%,A系列，1953年到期。

(22)只有在支付认购金后权证才可被实施的债

券。例如:亚伯拉罕和斯特劳斯股份有限公司债券，利率5.5%,1943年到期。

.(23)允许以现金或权证所依附的债券面值支付认购费的债券。例如:兰德·卡戴克斯衣柜公司债券，利率5.55,1931年到期。

4.含有混合权利的债券。

(1)带有认股权证的可转换债券:例如中部公共服务公司可转换债券，利率为5.5%,1949年到期;洲际电力公司可转换债券，利率为6%,1948年到期。

(2)参与性可转换债券:例如美国和海外投资公司可转换参与信用债券，利率为5%,1932年到期。

(3)有认股权证的参与债券:例如联合通用公共事业公司参与收入债券，利率为5%,1956年到期。

5.对管理有表决权的债券:

(1)含有完全表决权的债券的典型例子是由美国造船厂在1902年发行的1000万美元利率5%的债券，查尔斯M.

施瓦伯先生以伯利恒钢铁公司的股票作为部分代价获得了这些债券。其中含有的表决权使施瓦伯先生可以控制美国造船厂。请见w.z.李普利著《信托组合和公司》第428一429页，1916年纽约。其它含有表决权的债券例子包括:伊利铁路公司债券，利率4%,1996年到期，芝加哥一特雷霍特一东南铁路公司收入债券，利率5%,1960年到期。

(2)含有有限表决权的债券。例如:第三大街铁路公司调整收入债券，利率5%,1960年到期;赫德森和曼哈顿铁路公司调整收入债券，利率5%,1957年到期。从标准形式中衍生出来的优先股

一、在持有人收入利益方面不同于常规形式的优先股:

1.股息可选择的证券:一些近年来发行的优先证券赋予持有人选择权，可以选择以确定的现金或者相应的普通股获得股息。例如:蓝岭公司3美元股息可转换优先股;商业信托投资公司6美元可转换优先股，1929年选择权系列。

2.参与优先股。

(1)参与普通股分配，股息没有优先权。例如:布西鲁斯·伊利公司可转换优先股。唯一的优先体现在清算时可以偿还7.5美元。

(2)收到优先股息后即开始参与普通股分配。例如:美国瑟兰丝公司参与优先股，利率7%0

(3)在优先股被支付股息且普通股也被支付相同数量股息之后才开始参与分配。例如:西屋电气公司7%优先股;芝加哥一米尔沃基一圣保罗铁路5美元优先股。

(4)交错参与。例如:芝加哥和西北铁路公司7%参与优先股。

(5)在优先股被支付股息且普通股被支付较少数

量股息之后开始参与。例如:联合碳制品公司7%优先股。

(6)在优先股被支付股息且普通股被支付较多数量股息之后参与权即可开始。例如:南加利福尼亚爱迪生有限公司参与5%;优先股。波多黎哥一美洲烟草公司A类参与优先股。

(7)无限参与。例如:A"M·拜尔斯公司7%优先股。

(g)多重参与。例如:白岩矿泉公司，5%第二优先股。

(9)利润比例有限制但利润数量没有上限的参与优先股。例如:赛璐璐公司7美元第一参与优先股;美国瑟兰丝公司参与7%优先股。

00)利润比例有限制且利润数量有一定上限的参与优先股。例如:肯德尔公司6美元参与优先股，A系列;乔治A.富勒公司6美元参与优先股与6美元第二优先股。

01)利润有一定数量上限的参与优先股。例如:贝尤克雪茄公司7%参与优先股;赫尔希巧克力公司可转换优先股。

3.可转换优先股。这类证券使持有人有机会将自己由收益有限的优先股股东转变为拥有无限或有收益机会的普通股股东，从而增加其投资回报。此类证券在权利持续期限或其它条款的修正与上面列举

的可转换债券类似，因此下面不再作非常详细的描述。

0)转换期限没有限制的可转换优先股。例如:纽约一纽黑文一哈特福德铁路公司优先股，股息率7%0

(2)转换期限有限制的可转换优先股。例如:潮水供水与石油公司优先股，股息率6%0

(3)转换权利不因赎回而失效的可转换优先股。例如:赫尔希巧克力公司可转换优先股。

(4)转换权利因赎回而失效的可转换优先股。例如:美国联合饼干公司可转换优先股，股息率7%0

(5)转换权利因赎回而失效，但又可通过发行权证得到延续的可转换优先股。例如:自由港德克萨斯公司可转换优先股，股息率6%0

(6)根据持有人行使权利的程度不同而适用不同的转换价格的可转换优先股。例如:工程师公共服务公司5美元可转换优先股;潮水供水与石油公司可转换优先股，股息率5%。

(7)转换价格由时间表规定的可转换优先股。例如:壳牌联合石油公司可转换优先股，股息率5.5%0

(g)当收入达到某一最低标准时公司有权决定将其转换为债券的可转换优先股。例如:Knoxville煤气公司优先股，股息率6%0

(9)既可转换又可参与的优先股。例如:Hershey巧

克力公司可转换优先股;辛辛纳提圆形曲柄公司可转换参与优先股。

00)可以转换为一种参与证券的可转换优先股。例如:阿诺德印刷公司7美元累计优先股。

01)公司有权决定转换为普通股或其它优先股的可转换优先股。例如:雷丁公司优先股，股息率4%0

02)只有一部分可以转换的可转换优先股。例如:国际纸张和电力公司优先股，股息率7%0

4.含有认股权证的优先股。这类证券也可以使持有人有机会改变自已对公司收益的权益，从而单纯的优先股股息。这些权证的种类与债券所携带的权证种类非常相似，所以也不再赘述。

下面列举了一些重要的变体及其案例。

0)含有永久权证的优先股。例如:美国和外国电力公司，美元优先股。

(2)含有的权证将在一定期限内失效的优先股。例如:工程师公共服务公司5.5美元优先股。

(3)允许持有人在权证的有效期内以同一价格购买股票的含权证优先股。例如:阿勒格尼公司优先股，股息率5.5%

(4)允许持有人以时间表规定的价格购买股票的含权证优先股。例如:通用房地产和公共事业公司6美元优先股。

(5)允许持有人购买股票，但购买价格因权利实

施的程度不同而不同的含权证优先股。例如:中州电气公司优先股，6%。

(6)允许持有人额外购买同一证券的含权证优先股。例如:国民公共事业公司，A类。

(7)允许持有人购买普通股的含权证优先股。例如:美国和外国电力公司7美元优先股。

(8)允许持有人购买级别高于普通股的证券的含权证优先股。例如:里维尔·科拍和布拉斯股份有限公司优先股，股息率7%0

(9)允许持有人购买另一公司股票的含权证优先股。例如:索尔瓦美国投资公司优先股，股息率5.5%a

(10)实施权利时只能以现金支付认购价的含权证优先股。例如:梅泰格公司3美元优先股。

(11)实施购买普通股权利时可以其本身面值支付购买价的含权证优先股。例如:电力和照明公司7美元优先股，A系列。

(12)含可剥离权证的优先股。例如:奥利佛农场设备6美元A类优先股。

(13)只有在权利被实施或高级证券被赎回时权证才可剥离的含权证优先股。例如:联合飞行器和运输公司A类优先股，股息率6%,,

(14)含认股权证的可转换优先股。例如:国民公共服务公司3.5美元可转换优先股。

(15)含认股权证的参与优先股C例如:肯德尔公司6美元参与优先股，A系列。

(16)有权选择以现金或普通股形式获得股息的含权证优先股。例如:电气持股公司6美元股息选择权系列优先股。

5.持有人收益权益的其他变化形式。

(1)累计未分配股息转化为5%的利息。例如:匹兹堡煤炭公司参与优先股，股息率6%.

(2)没有任何优先权的优先股(实际上的普通股)。例如:大北部铁路公司优先股。

(3)股息要求优先于债券利息要求的优先股。例如:芝加哥快速运输公司优先股，A,B系列，股息率分别为7.8%和7.2%。

(4)担保支付股息的优先股。例如:标准石油出口公司5美元优先股;匹兹堡一韦恩堡一芝加哥铁路公司优先股，股息率7%e

(5)在确定范围内根据收入情况调整股息的优先股。例如:巴德轮胎公司参与优先股，股息率7%0

(6)由分配给其它证券的股息决定其自身股息的优先股。例如:南加利福尼亚爱迪生有限公司优先股，股息率5%,

(7)股息渐增的优先股。例如:美国电力和照明公司5美元优先股;南部电力和照明公司4美元优先股;通用银行公司6美元可转换优先股。

(8)董事会有权决定分配额外股息的优先股。例如:国际火柴公司2.6美元参与优先股。

(9)转换权利失效后以增加股息进行补偿的优先股。例如:华纳兄弟电影公司2.2美元可转换优先股，在1930年转换权利到期时股息增长为3.85美元。

(10)在普通股和优先股股息分配之后有权获得剩余股息的优先股。例如:美国制动器和铸造公司优先股，股息率7%0

二、在持有人资产权益方面不同于常规形式的优先股:

1.对资产没有任何权利的优先股。例如:米德兰钢制品公司2美元非累积优先股C

2.对资产没有优先权利的优先股。例如:芝加哥和西北铁路公司参与优先股，股息率7%;纽约船坞公司优先股，股息率5.5%a3.相对于面值和股息率而言资产权益极低的优先股。例如:蓄电池公司参与优先股。

4.持有人可通过改变地位自愿修正资产权益的优先股。

(1)上面所列举的可转换证券即属此类。

(2)含权证证券也属于此类，持有人可以通过实施权证所含权利而放弃优先权。

6.在清算日除获得规定数额外还可参与盈余资产分配的优先股。

(1)带参与股息权利、并参与盈余资产分配的优先股。例如:白岩矿泉公司优先股，股息率5%;赫尔希巧克力公司可转换优先股。

(2)不带参与股息权利，但参与盈余资产分配的优先股。例如:瓦巴什铁路公司可转换优先股，股息率5%0

7.有抵押留置权的优先股。例如:南佐治亚和佛罗里达铁路公司优先股，股息率5%.

8.可以以极高的溢价赎回的优先股。例如:美国辐射器和标准卫生设备公司优先股，股息率7%，可以以175美元的价格赎回;丹尼森制造公司累积信用股票，股息率8%，赎回价格为1600

9.可强制赎回的优先股。例如:马林武器公司优先股，股息率7%,1915年发行，1917年初即根据强制条款全部赎回;豪代利一赫尔希公司A类股票，根据其约定条款应算作是优先股，并且要在1953年7月1日以45美元赎回。

10.在清算时保障归还本金的优先股。例如:标准石油出口公司优先股，股息率5%;阿莫尔公司优先股，股息率7%0

三、在持有人表决权方面不同于常规形式的优先股。

优先股持有人或者根本没有表决权或者其表决权低于同等股份普通股股东。如欲详细研究优先股

表决权方面的问题，请阅读w.H.S.史蒂芬斯《股东的表决权与表决权控制的集中化》一文，<经济学季刊》第40卷，1926年5月，第353—392页。下面是一部分列举。

1，由优先股股东控制表决权的典型例子是新泽西岩石岛公司优先股，请见W.Z.李普利的《铁路:金融与组织》,1915年，纽约，524—532页。

2.享有排他性表决权的优先股。例如:国际银业公司优先股，股息率7%。在1902年1月1日之前普通股股东没有表决权。即便是在之后优先股股东的表决权也要优于同样数量的普通股股东。

3.拥有控制性表决权的优先股。例如:美国制动器和铸造公司优先股，股息率7%0

4.由于重复投票而拥有压倒性表决权的优先股。例如:美国烟草公司优先股，股息率6%.

5.同一公司两种优先股的合并表决权超过普通股表决权的优先股。例如:联合干货公司股息率为6%和7%的优先股。

6.在某些事件—通常是在某一特定期限内无法支付股息—发生时优先股股东享有排他性表决权的优先股。例如:斯塔贝克公司优先股，股息率7%;贝尤克雪茄公司参与优先股，股息率7%;恩迪科特一约翰逊公司优先股，股息率7%;威利斯-奥弗兰公司优先股，股息率7%0

7.在特定违约事件发生后有权选举多数董事的优先股。例如:联合雪茄公司股息率为6.5%和7%的优先股;通用轮胎和橡胶公司优先股，股息率6%;联合石油公司优先股，股息率8%0从标准形式中衍生出来的普通股

对非标准形式普通股进行归类的任务，由于有了前面的对非标准高级证券的归类而显得不那么困难。上面所列举的诸多证券都是非标准形式的，因为它们都在一方面或几方面介人了传统的普通股股东的领地。许多普通股的非常规特性都可以在上面提及的公司中找到，因为这些公司所发行的高级证券的条款都涉及普通股股东传统上所享有的权利和利益。

在利润权益方面不同于常规形式的普通股:

1.对获得股息权利有直接限制的普通股:

(1)A.O.史密斯公司普通股，只要优先股的数量在150万美元或以上，普通股股息就限制在每股每年1.2美元。

(2)美国制动器和铸造公司普通股，在1920年之前普通股股息被限制在每股每年7美元。

(3)马林武器公司普通股。在1915年到1917年之间，该公司拥有350万美元股息率为7%的优先股，在这些优先股全部赎回之前，普通股不分配股息C

2.由于其它级别证券参与分红而使自身的收益权

益受到限制的普通股:

(1)请见上面所列举的那些拥有不同级别的参与证券的公司，和下面列举的发行了各类参与证券的公司。

3.由于可转换证券持有人可以自愿将证券转换为普通股而使其收益受到限制的普通股:

(1)请见本节中所列举的发行了各种可转换证券的公司。4.由于认股权证持有人可以自愿实施其权利而使其收益受到限制的普通股:

(1)请见本节中所列举的发行了与认股权证相关的高级证券的公司;

(2)请见本节中列举的发行了与高级证券筹资无关的认股权证及购股选择权的公司。例如:第四国民投资公司、美国公共事业控股公司、联合公司、美国和自治领公司。

5.通过担保或租赁条款强制支付股息的普通股。例如:密歇根中部铁路公司普通股;匹兹堡一韦恩堡一芝加哥铁路公司普通股。

6.对收入的要求权优先于于某些其它证券的普通(或资本)股。例如:清湾和西部铁路公司资本股票，高于“B系列收入债券”;东部公共事业联合公司普通股，高于“可转换股票”。

二、在持有人的资产权益方面不同于常规形式的普通股:

1.级别低于赎回或清算时对资产有不确定要求权的债券的普通股。例如:西门子和哈尔斯科·A"G公司普通股。

2.级别低于可转换为普通股或有权参与资产分配的证券的普通股:

(1)请见上面所列举的发行有可转换证券或参与证券的公司的普通股;

(2)请见下面所列举的发行有可转换证券或参与证券的公司的普通股;

3.发行了以特定条件购买普通股的认股权证或选择权的公司的普通股。例如:请见本节中所列举的发行了此类认股权证或选择权的公司。认股权证可以作为一种从普通股股东手中汲取收益或资产权益的工具。

4.级别低于对资产没有要求权的优先证券的普通股。例如:米德兰钢制品公司普通股。

5.资产要求权受到限制，并且优先于一类(所谓的)信用债券、平行于另一类(所谓的)信用债券的普通股。例如:清湾和西部铁路公司资本股。

三、在通过行使表决权控制公司经营政策方面不同于常规的普通股:

1.由于享有控制性或排他性性表决权的高级证券的介入而使其控制权受到限制的普通股。例如:请见上面举的例子。

2.无表决权的普通股。例如:大西洋茶叶公司的无表决权普通股;美国烟草公司B类股票。

四、分类股票:

这一类证券被归于普通股的大类别之中，因为它们中的大多数所代表的是传统普通股股东在资产、收益和控制权方面的权益的细分。但是，在许多案例中也可以发现一种或多种分类股票其实就是优先股，唯名称不同而已。这里的分类(远未穷极)所使用的“A类”、“B类”或“普通”等名称并不代表股东权利和义务的具体分类。

1."A类”这一名称可能是指在许多方面优先于B类或普通股:

(1)仅指股息。例如:可口可乐公司A类股票。

(2)仅指资产。例如:北部州公司A类股票。

(3)既指股息又指资产。例如:大陆银行公司A类股票。

(国际纸张和电力公司A类普通股有权在B类或C类股票获得任何股息之前享受总计12美元的分红;在这之后，A类与B类股票被视为等同，有权优先获得总计每股12美元的股息;再往后则三个级别均被视为等同。)

2.A类股票往往在享有优先权之外，还拥有转换和参与的权利。例如:柯蒂斯一赖特公司A类股票(可转换);中州石油公司A类股票(参与);迈克德发射天线

和制造公司A类股票(可转换并参与)。(参与可以是指收入、资产或两方面兼具。)

3.本质上是优先证券的A类股票，可以被赎回(通用户外广告公司A类股票)或者有偿债基金条款(奥斯汀·尼科尔斯公司A类股票)。

4.各类之间的唯一区别往往在于表决权。例如:

(1)A类股票享有表决权，而B类股票没有:美国氨晴公司。

(2)B类股票享有表决权，而A类股票没有:联合照明和电力公司。

(3)普通股有表决权而B类股票没有:利格特和迈尔斯烟草公司。

其他非标准证券

管理者股票，创建者股票，员工股票。管理者股票与创建者股票拥有对表决权的控制，一般代表了较少的资本投资。通常还有一些特别的性质，使之与有表决权的普通股有所区别。

例如:查尔斯E.海尔斯公司。该公司的管理者股票在公司帐面上不能转让。它可以转换成B类股票，B类股票除了没有表决权而能转让外，其它都与管理者股票没有区别。

丹尼森制造公司。该公司既有管理者股票，又有员工股票。除了管理者股票在通常情况下排他性表决权外，其它方面并无区别。这两种股票在持有

人不在该公司就职后都可以转换成高级的A类股票(或在一定条件下，转换为高于A类股票的优先股)。

纽约造船公司。这家公司发行有创建者股票，该类股票享有自1929年1月1日起扣除优先股股息之后的公司纯利润的35%.剩下的65%为无表决权参与股票的股息。

2.受限制股票。这些股票在最初不享受股息，但在一定的条件下拥有对股息的权利。这些条件一般都是与公司的收入水平和时间有关。例如:特里可制品公司。

3.名义上为债券而实质是普通股。例如:清湾和西部铁路公司B类收入信用债券。

4.信用股票。例如:布什终点站公司信用股票，股息率7%;杜邦公司信用股票，股息率6%;丹尼森制造公司信用股票，股息率8%。

在美国，“信用股票”这一名称是毫无意义的，而且有一定误导性，因为它似乎代表着固定的、无担保的债务，但是事实上却通常是指普通的优先股。这一名称在英国、加拿大及其他地方有不同的含义。

5.股息参与凭证。例如:通用煤气与电气公司股息参与凭证。这些凭证代表的是其前身公司参与优先股的参与权利，它们在清算时不能得到任何资产，但是有权在一定比例的优先股息分配之后同普

通股一起享受分红。股息在1929年得到分配。它们可于1929年转换为该公司的A类股票，未转换的凭证在1929年11月1日以每份30美元的价格被赎回。请与米德兰钢制品公司2美元非累积优先股出现的背景相比较。

6.银行家股份。例如:城市服务公司银行家股份—将高价股票进行拆分的方法，也可能是在诱人价位上将高价股票出手的手段。

7.派股证书。例如:联合煤气和电气公司8美元含息派股证书。公司有选择权将这些凭证转换为股票，而持有人有选择权将其转换为其它证券。后来该公司将这些凭证进行了转换。参见1931年《手册》。

8.调整优先股。例如诺福克和西部铁路公司调整优先股，股息率4%。这种证券与调整或收入债券没有关系，可能是指它是在公司重组中发行的。

9.担保信用债券。例如:美国社区电力公司担保信用债券，股息率5.5%,1953年到期。根据美国的术语使用规则，这个名称是自相矛盾的。

10.普通股分红而优先股不分红。例如:美国造船公司在1932-1933年间的情况。这种显然不同寻常的现象起因于本书中所提及的美国铸管公司事件。1932年6月30日会计年度末的董事长报告称“在以前未分配优先股股息时累积下来的资金已经在去年分

配给优先股股东了。由于这些资金已分配殆尽，在赚得这些收益以前将不分配优先股股息。”

11.在清算时仍得到利息支付的收入债券。例如:瓦巴什铁路公司非累积信用债券，B系列，利率6%,1939年到期。在1932年一1933年利息得到支付，当时固定利率债券已经违约。由于收入债券的数量相对于固定利息债券小得不成比例，所以才会发生这种现象。

附录4

1928年9月14日，一家银行集团发行了一种“美国凭证”，价格为28.14美元，每张凭证代表20克郎，它正是德鲁格和托尔公司发行于1928年7月1日的、利率为5%的参与信用债券的面值。如果按当时的汇率折算为美元，每张凭证代表了面值为5.36美元0克郎=0.268美元)信用债券。下面的性质可以解释为什么将它归类为普通股:

1.其针对的信用债券带有5%的利息，每年支付一次。而且在任何一个财政年度，只要普通证券的股息率(支付的或宣布的)的超过5%，则每高出一个百分点，它就有权将利率提高一个百分点。

2.“美国凭证”的发行价格为相关债券面值的5.25倍。根据常规情况下的(即非参与的)5%利率计算，在该发行价上的收益率尚不到1%0

3.债券持有人的相当一部分收益是依靠信用债券

的参与性质获得的，而后者又是由股票的股息决定的。对于该凭证来说，仅有5分之1的收入与本金价值是来源于债券的;其余5分之4都具有普通股的或有性和变动性。请见下表:

(每20克郎)

| 项目 | 债券成分 | 股票成分 | 总 |
|---|---|---|---|
| 本金 | 5．36 | 22．78 | 28 14 |
| 在1928年的收入 | 0．27 | 1．07 | 1 34 |

附录5

下面的价格历史和股息分配纪录可以证明国民饼干公司优先股具有投资性质。自该公司1898年建立起，每年都有7美元的股息分配。该证券的价格自1907年起从未跌破过面值(100美元)。从1907年到1932年12月31日，该证券的年度最高、最低价平均值为125.25美元，在该价格上，7美元股息相当于5.59%的收益率。在该证券在纽约证券证券交易所上市的整个历史时期内(1899一1932)，该平均值为119.50美元，相应的收益率为5.855%,,这个平均值里包含有1900年的79.5美元和1931年的153.25美元。自该证券于纽约证券证券交易所上市以来的34年时间

里，只有5年的价格是在面值之下。除了令人恐慌的1907年以外，该证券的价格自1903年起从未跌破面值。

附录6

海滨一全佛罗里达铁路公司2500万美元的第一抵押黄金债券，利率6%,A系列，1935年8月1日到朝，最初是在1925年以98.5的价格发行的。该债券是海滨一全佛罗里达铁路公司、佛罗里达西南铁路公司、与东西海岸铁路公司几种证券的结合，其本金和利息还受到海滨航线铁路公司的进一步无条件担保，该公司向前面几家铁路公司租赁资产，每年的净租金至少等于所有这些抵押债券的年利息费用。

出售这些债券所获得的资金主要用来赎回出租人的第一抵押债务，以及用来建造沿佛罗里达州东、西海岸的217英里新铁路。于是这些债券拥有相当于475英里的新铁路线的第一留置权。

海滨一全佛罗里达铁路公司于1931年2月2日进人清算，在这之前海滨航线铁路公司也被清算.这些债券的利息被拖欠。

海滨航线铁路公司及其下属的海滨一全佛罗里达铁路铁路公司的命运随着近年来佛罗里达州房地产市场的涨跌而起落。虽然这些债券的买主为建设和拥有佛罗里达的铁路线付出了24625000美元，但到了1931年12月，这些债券的价格折算成美元只有1

美分，也就是说，市场对他们的投资的估价只有250000美元。

附录7

下面是老布鲁克林高速运输系统发行的优先证券。它们在1919年出现利息拖欠，但后来被拖欠利息得到全额现金支付，而且证券抵押也恢复到违约之前的状态。

1.布鲁克林一巴斯一西端铁路公司通用抵押债券，利率5%,1933年到期。(参考材料:《普尔公共事业手册》1925年，第1814页;1923年，2640一2641页)

2.大西洋大道铁路公司抵押债券，利率5%,1934年到期。(参考材料同上)。

3.拿骚电气铁路公司第一抵押债券，利率5%,1944年到期。(参考材料:(普尔公共事业手册》1925年，1814页;1923年，2640一2641页)

4.布鲁克林一昆西郡一郊区铁路公司第一抵押债券，利率5%,1941年到期。(参考材料:《普尔公共事业手册》1925年，1810页;1923年，264(】一2641页)

在下面的案例中，部分拖欠利息是通过发行布鲁克林一曼哈顿公司优先股支付的，该公司是1923年重组原公司后出现的继承公司。

拿骚电气铁路公司第一合并抵押债券，利率4%,1951年到期。(参考材料:(普尔公共事业手册》1925年，1814页;1923年，2640一2641页)布鲁克林一

昆西郡一郊区铁路公司第一合并抵押债券，利率5%,1941年到期。(参考材料:(普尔公共事业手册》1925年，1811页;;1923年，2640一2641页)

科尼岛和布鲁克林铁路公司合并债券(利率4%,1955年到期)的持有人得到的待遇也颇有些特殊。这要归因于美国公平人寿保险协会的努力—后者该债券向公众出售部分的受益人。拖欠的利息以现金形式得到偿还，而且债券持有人不仅得到了原有的留置权，还在替代旧债券的新债券上得到了更高的利息，外加排他性的抵押资产留置权。(参考材料:《普尔公共事业手册》1925年，1811一1812页;1923年，2640一2641页;1931年138页;(商业和金融记事》125期334条.)

附录8

对于这种鲜见现象，可以参考以下案例:

1.印第安那波利斯一迪凯特一斯普林菲尔德铁路公司7%第一抵押债券，1906年到期(参考材料:(投资者增刊》1892年11月26日第66页。(商业和金融记事》55期938条;《商业和金融记事》57期815条汉商业和金融记事》59期28条)

2.科罗拉多尤尔大理石公司第一抵押债券，利率6%,1920年到期。(参考材料:(商业和金融记事》103期760条;《商业和金融记事》109期374条;R.M.斯迈斯著(消亡的证券》第102页，1929年纽约)

3.格尔林纺织股份有限公司第一抵押债券，利率7%,1937年到期。(参考材料:《普尔工业手册》,1928年第2436页;同上，1929年，第645页;(商业和金融记事》127期961〕条。)

没收抵押品后的债券持有人得到的支付低于面值，这一点不仅对于那些实际遇到过这一问题的人来说是一个熟知的事实，而且从各种违约证券汇编中列示的裁决价值中也不难看出这一事实。这些汇编中最全面者要属(马温·斯库德消亡公司手册》一至四卷，纽约，1926年，1928年，1930年，1934年。也可参见R.M.斯迈斯著(消亡的美国证券和公司)第二卷，第12一17页，纽约，1911年。

附录9

密苏里一堪萨斯一‘德克萨斯铁路公司于1915年被清算，在此之前，该公司利率为4%的第一抵押债券的价格在1905年为104.25美元，而在1914年为91.875美元。在导致1915年清算的财务困难出现之前，其历史纪录无可辩驳地证明这是一张优质的、具有投资价值的债券。在1903一1912的11年里，它的最低价格是98.5美元(出现在恐慌的1907年)。

这是一次漫长的清算，在此期间，各期利息均被延迟6个月支付。虽然技术性的违约得以避免，但是它在纽约证券交易所被当作“无息债券”交易，它作为投资性证券的地位也受到严重削弱。在1917

一1919年的时间里，这张债券的价格一直低于60美元，并且在1920年出现最低成交价格52.125美元，此时清算依然未完成。到了1921年，重组计划被公布，当时该债券的价格为56美元。直到1927年，它又重新拥有了投资性债券的地位，价格回升到90美元以上。由此可见，第一留置权并不能使投资者在财务困境时期免遭损失。

再看一下布鲁克林联盟高架铁路公司第一抵押债券(利率5%,1950年到期)的情况，也会发现有相似之处。本书在第11章做了叙述。这只债券对布鲁克林高速运输公司的主要线路具有留置权。1918年12月31日，该公司被迫清算，后来又于1932年重组为布鲁克林一曼哈顿运输公司。从1903年到1917年，该债券一直被认为是第一安全等级的投资工具，截止到1917年清算来临之前，其价格除了在1907年的恐慌中曾到达过85美元以外，从未低于过90美元。虽然公司重组并未对债券产生损害，但是在1920年它的价格已跌到55美元，当时清算仍未结束。直到1926年，该债券的价格才又回到原来的水平，而当时已是清算结束3年之后了。(参考材料:1922年3月15日的《重组计划》;(普尔公共事业手册》1923年第2637页;《商业和金融记事》116期1646条)

附录10

本表中的数据和各项内容来源:

1.美国所有一级铁路公司运营收入，包括转轨和总站公司:根据《美国铁路统计》，州际商业委员会，华盛顿特区，1922-1932.

2.美国所有一级铁路公司运营净收入(扣除租金):来源同上。

3.巧只高等级铁路公司债券平均收益率与巧只高等级公共事业公司债券平均收益率:根据标准铁路公司出版之(标准公告)(1931年)以及其后的每月《统计公告》。

4.煤气和电气公司总收入与纯收入(扣除营业成本与税金):根据美国商务部的95家经营煤气、电力、照明、热力、能源、运输、供水的公共事业企业的报告，包括了美国所有重要的公共事业机构，但不含电话与电报公司。该系列截止于1930年12月31日。来源:(当前商业调查》(1931年刊)，1%一197页，美国商务部。

5.能够显示近期发展趋势的新公共事业机构系列(与截止到1930年12月31日的旧系列有所重叠)。由作者根据(当前商业调查》公布的几组数据编撰而成，包括

0)(电气世界》数据，包括除城市有轨电车外的整个电力行业出售电力能源的总收入;

(2)美国煤气协会数据，包括向消费者出售经加工或天然煤气的总收入(不包括向制造商出售的用于

生产焦碳或其它纯粹工业目的煤气);

(3)美国电气铁路协会数据，包括有轨电车系统运营收入;

(4)州际商业委员会数据，A类电话公司运营收入(指年运营收入超过25万美元的公司)。

6.104年电话公司的净营业收入总额与65家其它公共事业公司净收益。纽约联邦储备银行出版的《信贷和商业状况月评》，第二联储区，1933年4月1日，30页。

附录11

海湾州钢铁公司偿债基金信用债券，利率5.5%,1942年到期(i9z}年以98.75美元的价格发行1400万美元，

1930年以98美元的价格发行2田万美元)

| 年度 | 扣除固定费用前的净收益 | 收益与1929年 |
|---|---|---|
| 1922 | $958208 | 4.15 |
| 1923 | 1576521 | 6.90 |
| 1924 | 979315 | 4.29 |
| 1925 | 1036778 | 4.54 |
| 1926 | 799793 | 3.50 |
| 1927 | 881607 | 3.86 |
| 1928 | 1154923 | 5.06 |
| 1929 | 1538779 | 6.73 |
| 1930 | —489902 | |

| | | |
|---|---|---|
| 1931 | —658538 | |
| 1932 | —318078 | |

类似的案例还能找到许多，但我们在此只提供两例。

马里恩蒸汽挖掘机公司第一偿债基金，利率6%，1947年到期

(于1927年以99．5美元的价格发行360万美元)

| 年度 | 扣除固定费用前的净收益 | 固定费用保 |
|---|---|---|
| 1922 | $1012759 | 4.68 |
| 1923 | 1357494 | 6.35 |
| 1924 | 974905 | 4.52 |
| 1925 | 837844 | 3.88 |
| 1926 | 867130 | 4．Ol |
| 1927 | 654433 | 3．O3 |
| 1928 | 583717 | 2.78 |
| 1929 | 737495 | 3.62 |
| 1930 | —488904 | |
| 1931 | —583267 | |
| 1932 | —689766 | |

迈克罗里商店公司信用债券，利率5．5%，l941年到期

(于1926年以98美元的价格发行600万美元)

| 年度 | 扣除固定费用前的净收益($) | 收益与1931年债券利息之比 |
|---|---|---|
| 1922 | 118500O | 4.35 |
| 1923 | 1671093 | 6.13 |
| 1924 | 1988987 | 7.3 |
| 1925 | 2298684 | 8.44 |
| 1926 | 2850236 | 10.46 |
| 1927 | 3285267 | 12．06 |
| 1928 | 3094149 | 11.02 |
| 1929 | 2957550 | 10.82 |
| 1930 | 2492092 | 96．11 |
| 1931 | 1417566 | 5.20 |
| 1932 | 312900 | 1.15 |
| 1933 | | |

*1933年1月提出破产申请。

附录l2

以下案例为文中观点提供了佐证：

细羊毛联合公司第一抵押债券，利率6．5%，

1934年到期

| 年度 | 扣除固定费用前的收入 | 固定费用 |
|---|---|---|
| 1916 | 2982145 | 5.73 |
| 1923 | 2119608 | 5.43 |
| 1924 | 991778 | 1.67 |
| 1925 | —3882687 | |
| 1926 | 184741 | 0.17 |
| 1927 | —510926 | |
| 1928 | —1926149 | |
| 1929 | —2356770 | |
| 1930 | —2773531 | |
| 1931 | | |
| 1932 | | |

R．霍伊公司第一抵押债券，利率6．5%，1934年到期。

| 年度 | 扣除固定费用前的收入 | 固定费用保 |
|---|---|---|
| 1919 | 1058288 | 2.73* |
| 1920 | 680174 | 1.76* |
| 1921 | 1101402 | 2.85* |
| 1922 | 1301676 | 3.36* |
| 1923 | 1316214 | 3.40* |
| 1924 | 835167 | 2.16* |
| 1925 | 3909r78 | 1．O1 |

| | | |
|---|---|---|
| 1926 | 874975 | 2.19 |
| 1927 | 255192 | 0.65 |
| 1928 | 300116 | 0.79 |
| 1929 | 1047447 | 2.39 |
| 1930 | 580664 | 1.25 |
| 1931 | —310948 | |
| 1932 | | |

*收益与1925年固定费用之比。在1924年底发行4500000美元第一抵

押债券(利率为6．5%，1934年到期)之前，固定费用和收益相比非常之小。

#1932年4月22日被清算。

长钟伐木公司(无母公司长期债务)

| 年度 | 扣除固定费用前的收入 | 固定费 |
|---|---|---|
| 1922 | $5047310 | 7．O8 |
| 1923 | 6742616 | 6.22 |
| 1924 | 5493046 | 3.69 |
| 1925 | 6099748 | 4.74 |
| 1926 | 4358519 | 2.66 |
| 1927 | 1274270 | 0.68 |
| 1928 | 2215212 | 1.12 |

| | | |
|---|---|---|
| 1929 | 1992785 | 1．02 |
| 1930 | —1725937 | |
| 1931 | —3142062 | |
| 1932* | —3456064 | |

*所有债券均在1932年违约。

国民发射天线公司信用债券，利率为6．5%，1947年到期。

国民发射天线公司信用债券，利率6．5%，1947年到期

| 年度 | 扣除固定费用前的收入 | 固定费 |
|---|---|---|
| 1922 | $1020675 | 1.3* |
| 1923 | 2456076 | 3.1* |
| 1924 | 3405764 | 4.4* |
| 1925 | 3488980 | 4.5* |
| 1926 | 3472185 | 4.4* |
| 1927 | 986948 | 3.24* |
| 1928 | —587124 | |
| 1929 | —490370 | |
| 1930 | —761855 | |
| 1931 | | |
| 1932 | | |

根据1927年发行、1947年到期、利率为6.5%的信用债券的全部费用计算。

附录13

例如:墨西哥照明和电力公司利率为5%,1940到期的第一抵押债券，在1933年6月没有违约，其价格为50美元，而墨西哥共和国的主权债券却已违约，在纽约股票交易所的价格为4一6美分。智利铜业公司利率为5%,1947年到期的债券在1933年的价格为67美元，而智利共和国利率6%的主权债券自1931年就已经违约，价格在11一12美分之间。里约热内卢电车、照明和电力公司利率为5%,1935年到期的第一抵押债券在1933年6月的价格为87美元，而里约热内卢市的债券早在1931年就已违约，当时的价格为22美元，在当年初更是只有10美分。意大利佩雷里公司偿债基金利率为7%,1952年到期的可转换债券在1933年6月的价格在面值以上，而意大利对外偿债资金利率为7%,1951年到期的对外偿债基金的价格却只有95美元，二者均未违约。

附录14

例如:阿尔派恩一蒙塔恩钢铁公司利率为7%,1955年到期的第一抵押债券在1932年9月1日因为奥地利政府施加外汇管制的原因而未支付利息，尽管该公司在财务上是有能力支付利息的。1932年8月1日，Rima钢铁公司利率为7%,1955年到期的第一抵押债券

未支付利息，原因是匈牙利政府从1931年12月31日起暂停以外国货币向境外支付匈牙利债券的利息。德意志银行利率为6%的票据在1932年9月1日到期，却未能如期归还本金，因为德国政府实行了外汇管制。持有人可以马上得到以德国马克偿还的本金，或者立即得到以美元支付的2%费用，并在1935年9月1日得到以美金偿还的本金。对于萨克森公共事业公司利率为5%,1932年7月15日到期的债券，解决的方案也类似。

附录15

如果需要对投资工具和设备信托工具的质量进行详细的研究，可以参考肯尼斯·杜肯的<设备债券》第7章，纽约1924年出版。在这本优秀读物的第229一239页，可以找到1900年以来的设备债券的违约纪录和它们在铁路公司重组中的命运。下面是该书的节录(第199-200页):“只有在三个案例中，设备债券的持有人有必要作出妥协，接受以其它证券代替现金支付的安排;只有在两个案例中，他们被迫接受设备本身并进行出售;没有一个案例最终既没有现金支付，又没有代之以其它证券，以便投资者日后出售以收回自己在违约设备债券上的本金。”或请参考A.S.杜因的《公司财务政策》第一册第7章，纽约1926年出版a

一「面是一些铁路设备债券在发生清算时的简

要情况，其来源是一家设备债券的专业公司—弗里曼公司的研究报告，它于1932年6月15日出版:

铁路清算—设备信托证券的最终结果

在过去50年里，一共有大约40亿美元的美国铁路设备信托投资凭证在市场上出售，无论这些债券的最终结果如何，投资者都没有受到损失，这实在是令人关注的。除了美国国债以外，再没有任何其它的投资工具可以在这方面与之相比拟。在1888年到1930年的时间里，发生了189'7年、1902年和1907年的萧条，这一历史纪录使我们有理由相信设备信托债券仍能在当前的萧条期间继续保待它们的记录。

下面是一个铁路公司清算以及有关设备信托债券最终结果的清单:

1866年—丹佛和里奥格兰德铁路，债券被转换为抵押债券或优先股，后来的价格比设备信托凭证高出40%;

1888年—切萨皮克和俄亥俄铁路，设备债券未受影响，其它债券的利率被降低;

1892年—佐治亚中部铁路与银行公司，未受影响，全额支付;

1892年—萨凡纳一阿梅里卡斯一蒙哥马利公司，未受影响，全额支付;

1892年—托莱多圣路易斯和堪萨斯城铁路公司，未受影响，全额支付;

1895年—艾奇逊一托皮卡一圣菲铁路公司，每份1000美元面值设备债券持有人在到期日获得1200美元的抵押债券;

1895年—纽约一伊利湖一西部铁路公司，发行了清算凭证来偿付设备债券;

1895年—太平洋联盟公司，未受影响，发行抵押债券来偿付设备债券;

18%年—费城和雷丁公司，设备债券得到偿付—部分是通过估价;

18%年—北太平洋公司，未受影响，全额支付;

1899见—哥伦布一霍金河谷一托莱多铁路公司，利息正常支付，通过新的协议安排，定期获得10%的本金收回;

1900年—堪萨斯城一匹兹堡一海湾公司，发行了新的第一抵押来偿付设备债券;

1905年—辛辛纳提一汉密尔顿一戴顿公司，未受影响;1905年—佩尔·马凯特公司，未受影响，在清算期间出售了额外的设备债券，收益率达到6%;

1908年—海滨航线铁路公司，通过出售清算凭证偿付到期的设备债券;

1908年—底特律一托莱多一艾恩公司，本金在扣除了法律费用后全额偿还;

1910年—布法罗和萨斯奎汉纳铁路公司，设备被出售，没有损失;

1915年—瓦巴什铁路公司，可选择现金偿付或利率为6%的设备信托债券;

1916年—明尼阿波利斯和圣路易斯公司，未受影响，全额支付;1916年—密苏里太平洋公司，未受影响，全额支付;

1916年—新奥尔良一德克萨斯一墨西哥公司，未受影响，全额支付;

1916年—圣路易斯一旧金山公司，未受影响，全额支付;

1916年—西太平洋公司，未受影响，全额支付;

1916年—惠灵和伊利湖公司，未受影响，全额支付;

1917年—瓦巴什一匹兹堡终点站公司，未受影响，全额支付;

1918年—芝加哥佩奥利亚和圣路易斯公司，暂时违约，1919年开始恢复支付;

1920年—华盛顿弗吉尼亚公司，新的管理层做了全额支付;

1921年—密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司，未受影响，全额支付;

1921年—亚特兰大一伯明翰一大西洋铁路公司，现金结算;

1922年—芝加哥和阿尔顿公司，未受影响，全额支付;

1923年—明尼阿波利斯和圣路易斯公司，仍在清算中，将全额支付;

1927年—芝加哥一米尔沃基一圣保罗公司，未受影响，全额支付;

1931年—瓦巴什公司，将全额支付;

1931年—佛罗里达东海岸公司，将全额支付;

1931年—海滨航线公司，应该于1934年到期的本金偿还被展期到1935年，所有利息现在均正常支付;

1932年—米保尔和俄亥俄公司，将全额支付。

在上述材料出版以后，瓦巴什铁路公司1933年和1934年到期的本金从其设备债券持有人处获得了3年展期;

佛罗里达东海岸铁路公司1932年到期的部分本金也经协商得到了展期，米保尔和俄亥俄公司也将在1933年6月得到类似条件。

附录16

考虑到设备信托工具的投资纪录，它们在1932年一1933年期间的价格意味着超高的收益率。下表是1933年6月时投资此类证券可获得的收益率，来源为《费奇债券记录，回顾部分》,1933年6月20日。

| 铁路公司与系列 |
| --- |
| 大西洋海岸线“D” |
| 巴尔的摩和俄亥俄“A” |

加拿大太平洋“B”
佐治亚中部“Q”
切萨皮克和俄亥俄“T”
芝加哥和西北“J”
芝加哥和大西部“A，'
芝加哥一米尔沃基一圣保罗一太平洋“E'，
芝加哥一岩石岛一太平洋“L”
伊利“LL”
大北部“B”
伊利诺斯中部“F”
路易斯维尔和纳什维尔“D”
密苏里太平洋“D”
纽约中部铁路“7—1920”
纽约一芝加哥一圣路易斯铁路“5—1923”
纽约一纽黑文一哈特福德铁路“5—1925”
诺福克和西部“4.5—1924”
北太平洋“4.5—1925”
宾西法尼亚“A”
佩尔·马凯特“6—1920”
雷丁“4.5—1924”
圣路易斯一旧金山“BB”
南太平洋“E"
南部“W”
太平洋联盟“A”
瓦巴什“F”

美国投资银行家协会房地产证券委员会的一份中期报告(1931年5月12日公布，全文刊登在《投资银行》1931年6月号上，第7—10页)估计流通在外的房地产债券总量为100亿美元，分为以下几个类别:

第一类：贷款小于抵押品当前重估价值的75%，状况良好，历史纪录良好

……………………………………………………20亿美元；

第二类：贷款没有出现问题的迹象，但超过抵押品当前重估价值的75%，看

来可以顺利清偿

—…………………………………….20亿美元；

第三类：贷款一般入于当前抵押品价值的75%，有可能发生被没收抵押品或

小额亏损(在10%—25%之间)……………………-25亿美元；

第四类：项目升始时就80%—100%依靠贷款，贷款现在已达到当前抵押品价

值的125%—150%，抵押品没收并出售后亏损将达到25%—60%

……………………………………………………30亿美元；

第五类：这一类中的投资完全是判断错误。它们都是一些未完工、设计错误

或选址错误的房地产，包括许多租赁或第二抵押债券。损失将高达

60%一100%．项门通常将完全被放弃。……………………5亿美元；

总计……………………………………………………100亿美元

1931年11月，在美国投资银行家协会第20次年会召开前夕，由该委员会提交的年度报告将前述估计修改为:“未到期房地产债券的确切数字无法估算，因为有很多发行量很小的证券无记录可查C华盛顿联邦储备委员会估算的当前最大数字为60亿美元，这个数字比我们在5月份报告中使用的要小得多。但是，我们认为60亿美元有可能是正确的。这些房地产债券的清算是当前房地产业面临的主要问题。”

“由于城市房地产价值的下降，估计有6a%的房地产债券现在正多多少少地面临危机”(美国投资银行家协会第20次年会纪要,1931年第130页)。

委员会主席在提交这份报告时所作的介绍性讲话中指出了上述问题的性质:“如今，估计在所有发行的房地产债券中有oo%存在着问题，有些仅仅表现出一些小的麻烦，例如临时性的违约或无法支付

税金;还有的正处于重组或被没收抵押品的过程中。”(同上128页)。

那些从支付利息和偿还本金方面看实际上已经破产的房地产债券数目有所增长，道琼斯公司提供的以下数据‘可以说明一些情况，其中只包括了向公众出售并由公众持有的证券。日期为各年的11月1日。

1928————$36229000
1929————59755000
1930————137453000
1931————327968000
1932————739326000
1933————995017000

*据1933年l2月27口《华尔街邮报》

## 附录18

有一个关于这方面的惨痛案例，坐落于纽约市西端大街与}a街交界处的哈德逊大楼原计划是作为医院一旅馆的用途。我们感到遗憾的是，该企业的历史资料不甚全面，但其大概状况还是可以了解的。这座27层高的大楼是作为旅馆、公共卫生设施、医院、照顾患者及其家属的目的建造的。所以它应该算作是一种特殊用途的建筑物(见《商业和金融记事》124期1987条)。土地的实际费用为39.5万美

元，工程师预计建筑本身将耗资130万美元。为了便于出售165万美元的第一抵押债券，土地加上建筑物被“估价”为260万美元，使得其债券成为合乎纽约州法律规定的信托基金投资工具。这是发生在1923年的事。后来，随着一次又一次的出售和再出售，该座大楼在竣工之前转了好几次手。在1927年，又有115万美元的第二抵押债券出售给了公众。

这座大楼再也没有竣工;在1932年8月，这块资产以20万美元的价格易手，第一抵押被取消赎回权。1933年6月欧文信托公司宣布将为每1000美元面值的第一抵押债券出价8.14美元，这些债券持有人的处境由此可见一斑。这样，每1美元只得到了不到1美分的清偿。(参考材料:《穆迪银行和金融手册》1928年，1905页;同上，1929年2012页;同上1930年1557页;同上1931年2834页;同_L,1932年2688页;同上1933年1214页;《穆迪服务业(银行与金融)手册》1932年8月6日，1288页;《标准公司记录》,F-K卷，1932年，3581页;同上，<每日新闻栏》,1933年6月14日，7727页;欧内斯特·A·巴布著《抵押债券中的骗局》24一26页;房地产债券研究局，纽约阿尔巴尼，1932年)

附录19

请注意美国投资银行家协会工业证券委员会在1928年报告中的下述评论(美国投资银行家协会1928年会议纪要，第91页)。

“我们研究了一些在租人建筑物中开展业务的企业发售优先股的通告，其中有关租金是最优先支付的内容被处理为最小的字体和最不易被关注到的形式。如果投资者扫一眼这些通告的话，很容易得到这样的印象:优先股股息是收益的最优先扣除项目。不幸的是，投资者往往都不会仔细地阅读这种读物，大多数人都不会觉察到有提及租金支出。我们的观点是，此类内容应该得到与债券利息同样方式的处理。”

对于那些利息从属于租金支出的债券来说，这种提法也是有道理的。

因承租人无力承担土地租金而遇到麻烦的一个突出案例是沃尔多夫一阿斯托里亚公司的第一抵押租赁债券，利率7%,1954年到期。

1929年10月，有1100万美元的沃尔多夫债券出售给公众。开始时的上地租金为每年30万美元，两年之后就飞涨到每年60万美元，后来又逐渐上涨到最高每年80万美元。此外，还有一些建筑物或偿债基金的租金需作为“运营成本”来处理，虽然它们都是固定的，并且有确切的数目。所以在发售公告中关于第一租赁债券的固定费用保障倍数(通过对损益帐户的估算得到的)为4.5倍的说法是误导的，因为租金支出很快就超过了债券利息本身，而且被有意揉进营业成本之中，使之不能显示其真正的性质和影

响。如果该债券的投资者按6%的贴现率将优先支付进行资本化的话，他会发现实际上在1100万债券前面还有2300万美元的优先支付。

1932年初，由于无力支付土地租金，该公司不得不与地主(纽约中部铁路公司的一家下属公司)进行协调。一项调整计划被提出，地主在租金支付顺序和数额上做出一些让步，作为交换，债券持有人被要求修改先前的约定，将债券转换为带或有收益的收入债券。有关这张债券的所有细节可以在以下材料中查到:《商业和金融记事》129期2395条;《商业和金融记事》134期2733条;《商业和金融记事》135期1667条，2181条，2501条;《穆迪银行和金融手册》1933年2573—2574页。

本案例中的这只债券在1932年的价格是3.25美元。

还有一个非常相似的例子，即皮埃尔饭店的证券，有关细节见:《商业和金融记事》128期2819条;《商业和金融记事》133期2111条;《商业和金融记事》134期1967条，4504条;《商业和金融记事》135期4566条;《商业和金融记事》136期334条，501条，668条，852条;《穆迪银行和金融手册》1933年2764页中之《第61大街东2号公司》。这个案例中的重组计划更加激进，该债券在1932—1933年的价格低达每1美元面值1美分。

1926年，塔楼公司第一租赁债券，利率6.5%，以面值向公众发售，数量为190万美元。每年的土地租金开始时为19万美元(其后便开始上涨)。这项沉重的租金负担最终被违约，租赁物于1931年被收缴，其债券变得一文不名。

百老汇大街170号公司第一租赁债券(利率为6.5%的，1949年到期)的持有人也遇到了类似的命运。

附录20

下表，列示了I级铁路从1926到1930年的5年间，维护保养费用占总营业收入的比例:

| 地区 | 铁路维护费用(%) |
|---|---|
| 美国全国 | 13.69 |
| 新英格兰 | 15.28 |
| 大湖区 | 12.49 |
| 中东部 | 12.53 |
| 波卡洪塔斯 | 13.40 |
| 南部 | 14.47 |
| 西北部 | 14.49 |
| 中西部 | 13.95 |
| 西南部 | 15.85 |

表中所显示的各个地区之间的差异，比1920年以前显著减小。在1931和1932年，很多铁路段的维护费用明显地低于以上标准。例如，伊利诺伊中央铁

路1932年的上述比例如下:铁路维护费用，8.36%;设备维护费用，19.48%o

同一地理区划内的铁路之间，费用比例的差别有增无减，这一情况如下表所示:

| 年份和铁路段 | 铁路维护费用占总营业收入的% | |
|---|---|---|
| 西南地区l926—1930年平均 | 15.85 | |
| 艾奇逊： | | |
| 1929 | 15.79 | |
| 1930 | 15.66 | |
| 1931 | 13.15 | |
| 1932 | 11.52 | |
| 圣路易斯一西南： | | |
| 1929 | 19.97 | |
| 1930 | 15.32 | |
| 1931 | 10.93 | |
| 1932 | 14.65 | |
| 南太平洋： | | |
| 1929 | 12.63 | |
| 1930 | 12.66 | |
| 1931 | 12.41 | |
| 1932 | 11.86 | |

切.萨皮克和俄亥俄铁路公司在m—1929年间的情况，为我们提供了一个特别庞大的维护保养费用支出项目的例子。有关数据如下表一所示，我们可以将它们和前一附录中给出的波卡洪塔斯地区铁路的标准维护费用比例作，一对比。

| 年份 | 铁路维护费用占总营业收入的% | 设备维护费用业收入的% |
|---|---|---|
| 1921 | 14.51 | 23.87 |
| 1922 | 12.70 | 27.01 |
| 1923 | 12.60 | 28.10 |
| 1924 | 14.40 | 27.90 |
| 1925 | 15.20 | 25.30 |
| 1926 | 14.23 | 22.89 |
| 1927 | 14.37 | 22.38 |
| 1928 | 13.47 | 22.29 |
| 1929 | 14.39 | 22.36 |
| 1930 | 13.55 | 19.55 |
| 193t | 12.88 | 18.99 |

子公司大量现期收益未向母公司分配的情况可通过下面的数字说明(路易斯维尔和纳什维尔铁路公司51%的普通股由大西洋海岸线铁路公司拥有):

| 年份 | 每股收益 | 每股已付股息 | 普通<br>配后余额 |
| --- | --- | --- | --- |
| 1922 | 14.72 | 7.00 | 5558 |
| 1923 | 11.54 | 5.00 | 7648 |
| 1924 | 12.08 | 6.00 | 7112 |
| 1925 | 15.98 | 6.00 | 1168 |
| 1926 | 16.60 | 7.00 | 1123 |
| 1927 | 14.29 | 7.00 | 8536 |
| 1928 | 12.24 | 7.00 | 6133 |
| 1929 | 11.73 | 7.00 | 5536 |

另一个相似但没有这么极端的例子是，芝加哥一伯灵顿一昆西铁路公司在1922一1929年间(包括首尾两年)的收益大大高于该公司对外支付的股息。这种情况在192A,1928和1929年尤为突出，但是后来情况发生了逆转，在1930,1931和1932年，该公司的股息支付超过了收益。大北部铁路公司和北太平洋铁路公司分别拥有伯灵顿公司48%的普通股。

附录22

从性质上讲全部或部分属于工业类企业，但却打着“公共事业”旗号的企业包括:公共服务联合公司，它成立于1927年，经营电力照明、能源、天然气和加工燃气、制冰厂和冷冻仓储;南方制冰和公共

事业公司，成立于1916年，经营制冰、冰激凌.、乳脂和冷冻仓储;公共事业服务公司，成立于1928年，在小城镇中收购了并经营着20家电话公司，在大城镇和都市中经营着4家制冰公司;中大西洋州际服务公司，成立于1928年，经营制冰、煤炭和冷冻仓储;西查斯特服务公司，成立于1928年，经营煤炭、制冰、燃料油和建筑材料;国民服务公司，这是成立于1928年的一个控股公司，控制着西查斯特服务公司这种类型的企业，经营制冰、燃料以及相关产业。经过分析可以发现，这些公司的资本结构属于公共事业类型，但它们的业务大部分或全部都是工业性质的。

附录23

美国投资银行协会曾经多次通过其各个委员会，对债券募集公告中所存在的各种不规范问题提出看法和评论，这些不规范之处包括完全省略有关折旧的内容，或者在损益帐户中将折旧数字包括在统括项目内，以便隐藏真实折旧费用。以下的引文可作参考:

“有关折旧和适当的折旧政策的问题，存在很多不同意见，但只要一家企业己经实施了某种折旧政策，投资者就有权被告知该政策的具体内容。如果一家公司所发行证券的募集公告中没有涉及折旧项目，那么该公告就遗漏了向投资者募资的公司的财

务事项的一个重要参数”(“特别委员会关于债券募集公告制作的报告”，载于《美国投资银行协会会议记录汇编》,1925年，第274页)。

“本协会会员特别注意到了折旧项目的处理方法中所存在的问题。极少数募集公告完全省略了资产负债表，但在多数情况下，这样的募集公告都是不太重要的。非常普遍的做法是，报告只提供了在扣除折旧和税收之前的收益，而且对折旧金额只字不提。在一张普通的募集公告中，我们应该尽自己的最大努力，为投资者提供一个尽可能完整的信息集。显而易见，除非分别提供扣除折旧以前的收益、折旧提取总额、剩余的可用于支付债券利息和税收的收益，以及可归人盈余的余额这一系列的数据，不然的话投资者难以了解全部的事实。如果一个投资者得知了资产负债表的内容，并且对有关经营业务非常熟悉，那么折旧项目处理的方法和计提金额，对于他形成一个怎样的有关公司经营管理质量的印象十分关键。一些募集公告公布了扣除折旧和税收后的收益数字，但是却没有提供进行这种扣除以前的收益数字。工业证券委员会(IndustrialSecuritiesCommittee)和商业行为委员会(BusinessConductCommittee)的主席一致认为，募集公告只有将折旧前收益、折旧金额和折旧后收益分列为3个项目一一报告，投资者才能获得完全的信

息”(美国投资银行协会公告《商业行为委员会中期报告》，1927年5月，第3页)。

附录24

计算公共事业控股公司债券时少数股东权益的处理示例

联合照明和铁路公司(特拉华州)拥有美国照明和公共运输公司大约54%的普通股，在联合照明和铁路公司1932年的财务报表中，编入了后一家公司的财务数据。可用于分配46%的少数股东权益的收益为$2804000，该少数股东权益可以用下述3种方法处理:

方法A(通用方法):少数股东权益在计算了母公司利息支付后再

行扣除。使用这种方法，少数股东权益项目不会对债券利息保障比率产生任何影响。

方法B(精确而复杂的方法):子公司的收益和费用仅就母公司对子公司的所有权比例编人母公司财务报表。换句话说，收益和费用按普通股的少数股东权益(占总股东权益)的比例(在母公司收益中)扣除。

方法C(我们推荐的方法):少数股东权益在计算利息保障比率之前从净收益中扣除(和费用项目的处理方法一样)。这种方法计算出的利息保障比率要比方法B的计算结果小一些，但低估的幅度有限。

用3种方法对1932年联合照明和铁路公司的财务

报告数据进行处理的结果如下:

| 项目 | 方法A(通用) |
| --- | --- |
| 总收益 | 67550000 |
| 净收益 | 23318000 |
| 少数股东权益 | |
| 可用于固定费用的余额 | 23318000 |
| 固定费用 | 15453000 |
| 少数股东权益 | 280400O |
| 可用于支付母公司股息的余额 | 506100O |
| 固定费用保障倍数 | 1.51 |

①子公司利息和普通股股息及母公司利息。

②扣除了美国照明和公共运输公司的少数股东权益(46%)。

附录25

对R"G"罗德基的专题报告

《作为长期投资的优先股》2的讨论该作者通过以下分析过程，得到了有利于无在先债券的工业类优先股的结论:他根据i9os年1月11日的数据，列出了一组由10支优先股组成的检验清单，这10.支优先股所对应的普通股在1907年间的交易是最为活跃的;另一组相似的检验清单，则包括了1907年交易量最大的10支优先股。另外两组补充检验清单所对应的起

始检验日期是1921年1月i日3。假设对每支证券投资$i,o00(出于对比的目的，还假设对每支优先股所对应的普通股投资同样的金额)，又进一步假设，如果在检验开始之后，公司发行了优先级别高一于所检验优先股的债券，那么出售该优先股，并以另一支无在先债券的优先股取而代之。作者对截止到1932年1月i日，各支证券每年的总市值和和股息收入数据进行了追踪调查，调查的结果见下表。

| 检验 | 1908年1月1日价值 | |
|---|---|---|
| | 优先股 | 普通股 |
| 检验5<br>检验6 | $10000<br>10000 | $10000<br>10000 |
| 两个检验之和<br>检验5a<br>检验5b | $20000 | $20000 |
| 四个检验之和<br>每$10000平均 | $10000 | $10000 |

对该研究的方法和逻辑关系的批评意见主要有以下一些:

1。每支表现良好的优先股，其突出的表现都完全依赖于所对应的普通股价值的升值。具体说来，当普通股跌价时，优先股也随之跌价，这表明(优先

股)在不利的环境中完全缺乏投资稳定性。

2，优先股弱不禁风的特点，从罗德基几组被检验证券在1932年的表现中得到了明证。下表统计了在该年度的低价格上，每一检验组的价值每组假设的初始投资额仍为$10000。

| 检验组别 | 1932年的最低市场价值 |
| --- | --- |
| | 优先股 |
| 检验5 | $7727 |
| 检验6 | 5385 |
| 检验5a | 6847 |
| 检验6a | 6656 |
| | $26615 |
| 平均 | $6654 |

在这些低点上，普通股的总市值接近初始投资额，但优先股却失去了初始价格的三分之一。

3.罗德基的检验清单不是典型的投资性优先股。假设的证券购买日期正值严重的市场萧条阶段的中期(i9os和igzi年)，在根据交易活跃程度挑选的证券中，包括了一些在当时来说具有明显投机性的优先股，从这些优先股的低售价可以看出这一点。他的最终检验结果中包含了被巨额资本利得所抵销的大幅缩水。作者所采取的更换不符合条件的优先股的

办法在实践中根本不会得到实施。而正是这种方法使得他在检验6中得出了不同寻常的结果:1932年1月2日，两项各为}100c)的优先股投资上涨到了总计$7417，但另外$8000的优先股投资却减少为$36970

4.如果从典型投资者在整个考察期内的经历的角度(而不是基于任意选择的最低价格这个时点)来分析罗德基的数据，那么他所构造的铁路债券检验组，表现出了比“无债券”工业类优先股更强的稳定性。换言之，如果以1921一192A年的平均价格作为基数，那么1932年1月2日的相对市场价值如下表所示:

| 日期 | 铁路普通股 |
|---|---|
| 1921—1924年平均 | 100 |
| 1932年1月2日 | 51 |

从表中可以看出，虽然铁路普通股的价格在对比期间下跌了一半，但1932年1月的铁路债券价格不比1921-1924年的平均价格低，这说明债券抵御不利影响的能力较强(至少对考察期的情况而言是这样)，这是高投资质量的一个重要标志。而在另一对

比数据组中，工业类优先股在所对应的普通股价格上升巧%的情况下，却跌价了10%。这组统计数据支持了我们在前文中提出的观点，即只有在能够使普通股价格大幅上扬的十分景气的条件下，优先股的平均价值才能得到保持。频繁上下波动的经营业绩，哪怕是那种只对普通股价格形成中性影响的波动，给优先股带来的影响也总是弊大于利，并会引起其平均价值的下跌。

5.该作者还有这样一个观点，即如果对所考察证券的挑选建立在对具体投资实践深人考察的基础之上，而不仅仅以市场交易的活跃程度为依据，则他将得到更好的检验结果。这个观点是十分可疑的。在购买日有关统计表现最好的证券，几乎都保持着较高的相对价格，它们从美国工业增长中得到的获益机会，不会多于更加活跃和更具有投机性的(即价格较低的证券)优先股，而这些优先股中的很多已被包括在罗德基先生的清单中了。

附录26

在大多数的投资教科书中，作者们令人吃惊地未给予计算优先股股息安全边际的问题以足够的重视。在某些这类书中，这是由于将优先股排除在投资性证券之外所造成的(如劳伦斯·张伯伦的著作)，但在大部分情况下，作者不能就这个问题提出相应的解释是主要原因。近几十年来，过多的高品质优

先股充斥市场，这说明在选择这类证券方面一定出现了一些有识别力的观点和方法。但是奇怪的是，有关证券选择“科学”的书籍的作者并未对这一情况予以更多的注意。

在大部分涉及到这类问题的教科书中，预先扣除法明确或者默认地成为讨论中推荐的方法。例如，卡尔·克拉夫特和路易斯·P"斯塔克韦瑟所著的《工业证券分析》一书(纽约，1930年)中，当作者对琼斯兄弟茶叶公司的案例进行深入的解说性分析时就使用了这种误导性的方法，却没有仔细研究计算出的比率是否合理。参见第该书127页列出的20-(b)比率，和第130一132,162页，特别注意1926和1927年的计算结果。

J-E"科什曼的(投资原理》一书的修订版(纽约，1933年)在论及联邦供水服务公司优先股股息的收益覆盖率时，得出了“在过去几年中达到数倍”的结果，而这个结果只有在使用预先扣除法时才会得到。实际上，该公司在1928一1932年间(包括首尾两年)，固定费用和优先股股息保障倍数从未超过1.37。与此类似，D"F"乔丹在讨论优先股的安全边际时，一再用收益对单纯的优先股股息的覆盖率来表示。可参见他所著的(投资学》修订版(纽约，1933年)第157,160,162,167,185,192页。但是奇怪的是，他认识到了用预先扣除法计算公共事业控股公

司优先股的这种比率的错误，并推荐使用完全(全额)扣除法进行计算(参见第169页)。

与此相反，巴杰和赫什尔强烈要求有关人士注意预先扣除法在计算优先股股息保障比率中所存在的错误，并推荐将完全扣除法作为一种标准的计算程序。见R"E"巴杰(投资原理和实践》第308,309,413-414页，纽约，1928年;A"H·赫什尔《高品质投资的选择和跟踪考察》第217一222页，纽约，1925年。

附录27

这个案子发端于俄亥俄州法院宣布霍金河谷铁路公司的公司章程无效，理由是该章程存在抑制煤炭运输行业竞争的图谋。原诉讼提出，这种对竞争的抑制效应来自于霍金河谷铁路公司和托莱多和俄亥俄中部铁路公司对卡那哈和霍金煤与焦碳公司股权的完全拥有。两家铁路公司对煤炭公司债券本金和利息支付的连带担保，也成为排他性运输安排的一项证据。法庭认为，铁路公司对煤炭公司的控股并达成排他性运输协议，是一种越权行为。参见Statev.HockingValleyRailwayCompany,31OhioC.C.175(

随后纽约高等法院根据联邦反托拉斯法采取了相应的措施，结果在1915年，煤炭公司的股权脱离了铁路公司的控制。在所有的这两项判决中，都没有有关担保人和债券持有人之间的担保协议无效的裁定。两项判决的根据都是限制贸易的非法企图，

没有涉及到债券持有人权利的问题。俄亥俄州法院强调指出，债券持有人的权利不会受到损害;纽约高等法院也明确认为，判决并不禁止被告铁路公司履行其作为债券担保人的义务。

与此同时，在1915年7月1日，债券的利息未能如期支付，随即纽约高等法院的一个保护委员会开始工作，责成铁路公司履行其作为担保人应尽的义务。这时被告公司以没有法定权利履行对煤炭公司的担保义务为由，企图逃避责任，它强调，俄亥俄和联邦法院已经在早些时候对这一担保的无效性进行了认定。纽约法院驳回了这一申诉并指出，两项判决中都不存在涉及有关担保人和债券持有人权利和义务的裁定。在1916年10月，纽约法院完全接受了保护委员会对作为债券的连带担保人的托莱多和俄亥俄中部铁路公司的起诉，而霍金河谷铁路公司的案件由于各种各样的辩辞而拖延不决。拖欠的债券利息在1918年1月1日得到偿付，而且到期日之前的利息都得到了按期支付。根据俄亥俄南部地方初审法院和俄亥俄上诉法院的判决，整个有关债券担保的诉讼在1919年10月和11月都得到了了结。

同时，在1916年12月，法院授权纽约中部铁路公司以平价加

利息的价格购买扣存在保护委员会的债券，实际上所有这些债券都被以这种方式购买。这之后，

一个重组方案被制定并于1919年11月公布，根据这个方案，这种名声大噪的债券中的三分之一被以平价购回，剩下的三分之二被转换成由重组公司新发行的、利息率6%的第一抵押债券。

最终这个让证券持有人满意的结果，归功于法庭上一系列的坚持担保有效性的一斗争的胜利。这宗案件的详细历史可以根据以下资料来源进行追踪:《普尔手册(铁路)》1902年第363页、402页;1913年第734页;1914年第1057页;1916年第400页;(穆迪手册》1912年第3627页;1913年第272页;《普尔手册(工业)》1915年第2729页;1916年第2571页;1917年第2417一2418页、第2606页;1918年第622页;《穆迪手册(工业))1818年第1595-1596页;1920年第2711一2712页;(商业和金融记事》101期50条，134条;102期1166条，2167条;103期848条，1302条，1795条，1892条，1985条，2347条;104期667条，768条;105期611条;106期2125条;109期1529条，2175条，2361条。

附录28

‘1932年，当由戴维森化学公司担保本金的西里卡·盖尔公司利息率6.2%的票据到期时，它拒绝承担担保义务，提出向债券持有人提供它自己发行的债券作为替代。但这种手法从本质上讲和其他试图实现固定债务的“自愿”展期或修改的努力如出一辙，不过其他这些努力没有逃避担保责任的企图。债券

持有者不接受这个替代方案，并向法院起诉要求讨回他们的利息。结果这些利息得到了全额偿付，戴维森化学公司因此立即进入了财务清算。由丹佛和里奥格兰德铁路公司担保的西太平洋铁路公司债券，是一个担保义务履行到了极至的经典例子，在这个例子中，担保公司拥有的铁路从股东手中转移到了被担保债券的所有者的手中。如果要了解这个案例的简史，请参阅阿瑟.S-杜因所著(公司的财务政策》一书第154一156页，纽约，1926年。

另一个有说服力的例子是萨奥伊一普拉扎公司利息率5.5%,1938年到期的信用债券。该债券事实上由美国不动产和改良公司和蔡尔兹公司担保，该担保使得信用债券持有者收到了一系列的购回要约，最后该债券在1932年10月以102.25的价格被全部购回。与此同时，该公司的一种无担保第一抵押债券却面临着利息滞付的命运，每$1面额债券的市场售价仅为5美分。

附录29

文中的这段话可以通过仔细考察价格变化的记录来得到验证，以下就这个问题作一说明。在1929年10月31日，堪萨斯城终点站铁路公司利息率4%,1960年到期的债券售价为86.25、收益率为4.9%;同一天，芝加哥一岩石岛一太平洋铁路公司利息率4%,1988年到期普通债券售价为90、收益率为4.5%04

年之后，1933年11月22日，虽然芝加哥一岩石岛一太平洋铁路公司债券的售价下跌到了42、收益率约为10%，但堪萨斯城终点站铁路公司债券售价仍保持在86.25。在1927年12月8日，终点站铁路公司债券售价为93.875;而芝加哥一米尔沃基一圣保罗铁路公司利息率4%,1989年到期的普通债券按93的价格出售，收益率略低于前者。到了1933年2月24日，终点站公司债券售价为90，收益率大约4.65%，而芝加哥一米尔沃基一圣保罗铁路公司4%普通债券已跌价至38，收益率约11%。在1927年11月7日至1932年6月15日之间，终点站公司4%债券价格从93跌至82.75(收益率分别为4.4%和5.18%);同期，密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司利息率4%,1962年到期的优先留置权债券的价格却从93下跌到了31.125(收益率分别为4.39%和15%以上)。

附录30

纽约和哈莱姆铁路公司的经历提供了租赁和担保业务中的一些轶闻趣事。

1.该公司的财产的主要部分以401年的租期出租给了纽约中部铁路公司，租金相当于债券利息和每股$5的优先股和普通股股息。债券的利息和本金由纽约中部铁路公司担保，但股息没有受到这样专门的担保。不过，在租金收入的支持下，从1873年开始，股息一直按时支付。

2.该公司的有轨电车铁路线另外出租给了纽约铁路公司，租金可以为各类股票提供额外的$2的现金股息率。当纽约铁路公司破产的时候，租约终止，这一交通铁路线由纽约和哈莱姆铁路公司收回并自己经营。1932年，纽约和哈莱姆铁路公司就以999年的租期出租这项财产的问题与纽约铁路公司(前一承租公司的后继者)进行了谈判。谈判的唯一方案是一次性支付总额$450000的租金，因此该交易实际上相当于以相当于该租金的价格出售这一有轨电车铁路线。

3.一些纽约和哈莱姆铁路公司的股东积极要求从纽约中部铁路公司获得更多的股息收入，他们的理由是，颇有价值的“空中权利”(或在哈莱姆铁路附近兴建房屋的权利)没有包括在租约当中，所以应该另外支付租金。这场官司所带来的投机炒作题材使该公司的股票价格在1928年爆涨到了505，按此推算，股息回报率不足1%。有关上诉在1932年被驳回，股票价格随之跌至82.250莫比尔和俄亥俄铁路公司的情况同样有趣:

1.1901年，南部铁路公司发行了“莫比尔和俄亥俄股份信托凭证”以交换莫比尔和俄亥俄公司的几乎全部股本，前者承诺对该证券永久支付4%的回报。

2.后来莫比尔和俄亥俄公司出现了兴盛的景象，

从1908到1930年，它对南部铁路公司支付的股息率达140%。州际商业委员会和阿拉巴马州政府以触犯了反托拉斯法为由，试图迫使南部铁路公司放弃它对莫比尔和俄亥俄公司的控制权。同时，股份信附录托凭证的持有者开始行动，试图换回被换走的股权或者从信托凭证中获得更多的股息。对法庭裁决的预期使得这种信托凭证的价格在1928年上涨到了159.50

3.1929年之后莫比尔和俄亥俄公司收益状况的恶化，迫使它在1932年进人了财务清算。该公司债券在9月1日的应付利息被滞付，但10月1日信托凭证的持有者却收到了南部铁路公司应付的2%股息，而且这种支付一直延续到1933年全年。不过在此之前，信托凭证的价格下跌至3.5，但这反映的是公众对南部铁路公司财务实力的怀疑，而不是对支付4%股息义务的合法性的怀疑。

附录31

工业写字楼公司的重组

该公司的历史令人吃惊地说明了第一抵押债券持有者所拥有的理论上的权利和实际处境之间的反差。1926年，工业写字楼公司在新泽西的纽瓦克兴建了一幢写字楼。土地和建筑物的成本实际上大约是$3800000，但是由于采用了通行的“评估”方法，土地价值从$300000标高至霉2000000。用于支付成

本的资金通过出售以下证券获得:

利息率6%的第一抵押债券……………………………$3150000

利息率7%的信用债券……………………………………450000

优先股…………………………………………………………—50000

普通股…………………………………………………………100000

(不动产价值的高估为普通股的“帐面价值”平添了$1800OOOa)

在经过了一段低收益期后，1932年6月，债券利息被滞付，公司被指定进行财务清算。不久，一个重组计一划出台，内容包括:

1.利息率为6%,1947年到期的第一抵押债券，转换成利息率为5%的第一抵押收入债券，同样是1947年到期。

2.利息率为7%,1937年到期的信用债券，转换成利息率为7%的信用收入债券，1948年到期。

3.股息率8%的优先股转换成股息率仍为8%的新优先股。

4.所有的普通股转换成新的普通股。

5.所有的转换按照1;1的比率进行。

该重组计划的是通过重组委员会以$100000的价

格买下作为被没收抵押品的该写字楼而实施的。不愿意接受新债券转换方案的第一抵押债券持有人，可以用每$1000票面价格的旧债券兑换$56.43的现金。

在这个重组计划中，债券持有人放弃了他们对固定利息的要求权，但是却没有获得任何形式的补偿，相反股东却毫发未损。(股息被推迟到三分之二的债券被清偿之后再行分配，但是这种清偿是对股东有利的，而且这一条款并不真正意味着股东作出了牺牲。)这是一个很不同寻常的一边倒的和解或“妥协”的结果—特别是在这种债券持有人显然已经有权直接接管财产的情况下。重组委员会对于它对股东的格外慷慨的解释是，有必要继续保留最大股东作为财产经营者所提供的(有偿)服务。这个计划实施的结果是，写字楼的真正所有者只用他们的资本换来了一种优先股(即收入债券)，而把所有的低级证券所有权都让渡给了经营者。对一幢写字楼的经营来说，这似乎是一个令人膛目结舌的报酬。

有人可能会指责我们是在小题大做，因为在任何情况下写字楼的收益都不太可能高于收入债券的利息，所以所有股权都由股东掌握也无可厚非。但是以罕见的大萧条为背景来度量潜在收益的做法是大谬的。前瞻未来，存在着多种可以令股东权益价值腌升的因素，其中包括:

1.景气的恢复甚至是新一轮的不动产热的到来。

2.明显的通货膨胀，这将减少债券类债务的负担C

3.一些特殊的影响写字楼或其周围环境的有利变化。这种变化在重组计划刚刚完成就已经出现了，纽约股票交易所以作好了将业务地点转移到纽瓦克的一切安排，而据称场外交易的营业地点正设在这幢写字楼内。一旦这一变化成为现实，巨额的利润将尽数落人这家一度破产企业的老股东们的囊中。但这些利润本应属于债券持有人，因为他们承担了所有的未来风险(1933年2月债券价格惨跌到4就是一个明证)。

应该提请大家注意的是，该项价值$5500000的财产，仅以$100000的抵押品售卖价格出售，致使不愿参与转换的债券持有人所持债券的价值仅为5美分/每$1面值。(该债券在1927年的发行价格为100)单单从1932年上半年该公司的税后净收益为$67000这一点就可以明显看出这个价格是多么的低。笔者认为，为了实施一个重组计划而以这种微不足道的价格出售财产，这要比在一般的破产清算过程中让股东和其他所有者“靠边站”的做法更不公平。尽管债权人(在破产清算中)扣押资产的做法给其他一部分人带来了难处，但是从贷款协议的条款和股东从借人资金的运用中可能获得的利润的角度看，这种做

法很少会被认为不公平。但是在工业写字楼公司的例子中，法律程序居然认可了剥夺债券持有人在违约事件中应获得的、合同所承诺的补偿—即，或者扣押财产，或者依靠通过正常售卖财产的所得款项回收投资—的做法。

附录32

我们相信以下两个案例将为分析家们提供一个警示，即在选择工业类证券时，不能盲目相信(a)双联合同中的保护性契约;和(b)统计报表。

I.威利斯一奥弗兰公司发行的10年期、利息率6.5%,1933年9月到期的第一抵押债券。初始发行总额为

邪10000OOOo

A.保护性条款:

1.直接拥有对公司所有现有的固定资产和未来购置的固定资产(用作新的置产抵押的固定资产除外)的第一留置权，同时还以公司拥有的所有主要子公司的股票作为担保。禁止子公司发行抵押或长期债务，除非它们也对该债券提供了同样的担保条款。

2.设置每年清偿该债券总额的10%(每年$1000000)的偿债基金，在债券到期日之前清偿全部债券总额的90%.

3.流动资产净额必须随时保持在未清偿债券总额的ISO%以上。

4.1923年9月1日以后才允许用当期收益发放现金股息，发放股息的前提条件是:扣除这种股息之后的流动资产总额，不低于流动负债总额的200%，并且流动资产净额不低于未清偿债券平价总额的200%a

B.统计报表，1928年12月31日:

1928年，可用于利息支付的收益达到利息总额的12倍;1923一1928年间平均利息保障倍数达到11倍以上;而且在过去的6年中，每年至少为3.5倍。

2.1928年12月31日，优先股和普通股的总市值为$110000000，大约是$5000000未清偿债券的22倍。

3.1928年12月31日，合并流动资产净额为$28700000，大约是未清偿债券总额的5倍多。

4‘可用于偿还该债券的有形资产总额，为(未清偿)债券总额的14倍以上。

C.1928年以后的历史:

在1929一1932年的4年中，合并盈余从最初的$39600001)下降到$400000。减少额中的$6000000是股息发放所致，剩下的则是因为营业亏损和其他亏损的原因造成的。与此同时，原来$28700000的流动资产净额转而成为$2400000的净流动负债，共计减少了$30000000以上。

偿债基金的运作使未清偿债券到1931年底仅剩$2000000,但是1932年7月，该基金却没有按计划得到补充。1933年2月，有关方面指定了清算人。1933年

3月，债券利息被滞付，1933年9月，本金也没有按时清偿。1931年，该债券的售价还高达101.5,1932年为92，但1933年底，价格跌落到了240应该注意到，当1932年7月公司未能如期向偿债基金补充资金时，受托人和债券持有人没有采取任何行动，而当营运资金第一次减少到规定的最低限之下时，他们仍然袖手旁观。当时如果采取一些保护性措施，或许可以迫使公司清偿这部分金额不大的债券。公司进人财务清算之后，一个债券持有人的保护委员会成立。当该委员会发现重组方案行不通之后，决定实施破产清理，但随即又发现取消质押资产的赎回权存在法律上的困难。(通过1934年实施的部分破产清理，对每非1001〕面值的债券还付了$250的本金。)

11.伯基和盖伊家具公司发行的利息率6%,1927-1941年间顺序到期的第一抵押债券，初始发行的总金额为$1500000.

A.保护性条款:

1.以对大约价值$4400000的固定财产的第一留置权作为担保，这些财产价值相当于债券初始发行总额的290%。公司还可以以新增财产为担保，追加发行不多于$1000000的债券，但是债券发行额不得高于新增财产购置成本的50%.

2.流动资产净额必须保持在$2000000以上，并且流动资产必须达到流动负债的两倍以上。

3.顺序到期安排的作用与每年清偿$70000债券的偿债基金作用一样，到最终到期日前，三分之二的债券将得到清偿。

B.统计报表

1.1927年，收益对利息的比率为3倍多;1922-1927年间，平均利息保障倍数大约为4.5倍;在这6年间，任何一年该倍数都不低于3倍。2.流动资产净额为$3698000，达到总额为$1460000未清偿债券的2.5倍。

3.可用于偿还债券的有形资产总额达$8500000，或每张债券($1000)大约$6OOOo

C.1927年以后的历史:

在1929年1月1日至1931年7月31日之间，该公司亏损累计将近$3000000。仅1930年，营运资金就从$2900000减少到了$650OOOo到了1931年7月，流动负债出现了净余额。1931年11月，债券利息被滞付。1932年2月，清算人被指定。1932年5月，到期债券未得到清偿。一项取消抵押品赎回权的裁决在1933年4月作出。到了1933年底，这种1928年以平价出售、1931年3月售价为65的债券，每1美元面值的市值仅剩下了1.美分。

债券利息被滞付之后，一个保护委员会成立。在这种灾难性的事件中，很难说如果该委员会采取了更迅速的行动来保护债券持有人的利益，是否会

起到一定的作用。1930年底，当营运资金条款被破坏的时候，这些委员们显然已经受到一定的触动，但是直到一年之后利息被滞付时，他们才真正行动起来。

附录33

附权证券融资呈现出增长趋势，下表提供了《穆迪手册》所收录的流通在外的附权证券总量表作为证据。该统计表时包括了债券和股票。

| 年份 | 流通在外的附权证券总数 | [illegible] |
|---|---|---|
| 1925 | 434 | [illegible] |
| 1926 | 613 | [illegible] |
| 1927 | 1129 | [illegible] |
| 1928 | 1551 | [illegible] |
| 1929 | 2091 | [illegible] |
| 1930 | 2661 | [illegible] |
| 1931 | 2668 | [illegible] |
| 1932 | 2559 | [illegible] |
| 1933 | 2338 | [illegible] |

## 附录34

反稀释公式在应用于情况比较复杂的切萨皮克公司利息率5%,1947年到期的可转换债券时，计算的

根据是以下一些事实。这种1927年5月发行的债券以切萨皮克和俄亥俄铁路公司的普通股作为担保，1932年5月15日以后，债券可转换成这种普通股。双联合同中包括了通用的反稀释条款，并且指出，为了明确计算新转换价格所采用的数据基础，债券发行之日切萨皮克和俄亥俄铁路公司流通在外普通股的股数按照1190049股计算。

此后，切萨皮克和俄亥俄铁路公司发行了以下一些新股票:(a)以每股$100的价格向1929年4月30日的在册持有人发行了296222股股票。

(b)1930年，公司发行了46066.5股股票，以替换霍金河谷铁路公司的普通股。分析公司的财务报告可以发现，霍金河谷铁路公司的股票的市场价值为$7076710.18，即切萨皮克和俄亥俄铁路公司发行的替换股票每股对应着$153.620

(。)以每股$100的价格向1930年6月12旧在册的持有人发行了382211股股票。

最后，在1930年7月31日，切萨皮克和俄亥俄铁路公司的普通股平价从每股霉100降低到每股$25，以每4股新发行的股票替换流通在外的1股旧股票。

根据以卜这些变化，1933年初转换价格的计算过程如下:

$$C' = \frac{\dfrac{\underset{\text{基数}}{(1,190,049)} + \underset{\text{4/30/20 增股}}{(296,22 \times \$100)} + \underset{\text{霍金河谷}}{(46,066.5 \times \$153.62)} + \underset{\text{6/12/30 增股}}{(382,211 \times \$100)}}{1,190,049 + 296,222 + 46,066.5 + 382,211}}{4(\text{7/31/30, 每 4 股兑 1 股})} = \$43.97$$

# 附录35

统一纺织品公司发行的3年期、利息率为7%,1923年到期的可转换信用债券，具有这种类型的转换权。双联合同规定:“在任一时刻，普通股被转换的条件都是每22股普通股对应$1000短期债券，或11股普通股对应$500债券。或者，无论公司在什么时候以低于每股$46的价格增发股票，以现金或财产的公平价值

表示的转换价格将降低到增发股票的价格水平……而且，如果在此之后公司以更低的价格继续增发新股，转换价格也将进一步降低，这类情况全都按照这种办法调整，现金利息和股息的变化也相应进行的调整。”

这种短期信用债券发行于1920年4月。同年11月，公司以每股$21的价格向股东增发了新股，转换价格也相应地从大约每股$46降低到$21。转换权一

直没有表现出充分的价值，1920年11月以前，股票的售价从未高于46.5，在11月转换价格降低之后，股票价格一直徘徊在21.875以下。1921年10月，公司以102.5的价格提前赎回了该债券。

**附录**36

1913年美国电话和电报公司向股东发行的总额$67000000的利息率4.5%,1933年到期的债券，是这种少见情形的一个例子。该债券在1915年5月1日至1925年5月1日期间可以按每股$120的转换价格转换成普通股。双联合同规定，通过转换获得的股票将成为“美国电话和电报公司核定股本的一部分，这部分核定股本在转换的当时即告形成”，合同中没有规定反稀释条款。有趣的是，美国电话和电报公司过去和后来发行的可转换证券都订有反稀释条款。例如1906年发行的利息率4%的可转换债券，和1929年发行的利息率4.5%的可转换债券的双联合同中都有此类条款。

这种利息率4.5%,1933年到期的债券有一半以上在特权生效期的头一年—即1915年—实施了转换，剩下的债券在此之后因为纷纷实施转换而迅速减少。在1925年特权到期之时，尚有总额$1899401)的债券未实施转换，它们在1931年被提前以平价赎回。与此同时，1925年以前，公司向股东提供了好

几种认股特权，这或许是这种对通过股东的"认股权"稀释股权的做法无能为力的债券很快被转换的原因，虽然在$8和$9的股息率下股票收益较高无疑也是原因之一。

另外一个针对性没有这么强的例子是布鲁克林联盟煤气公司利息率5.5%,1936年到期的可转换债券。该债券发行于1925年12月，从1929年1月1日开始可以转换成20股普通股。债券双联合同的反稀释条款语焉不详，它规定:"在债券到期日之前，如果发生了引起公司股票的性状发生变化的事件，致使股东持有的股票数量增加或减少，那么这些债券持有人用债券可转换得的股票数量也应相应地增加或减少。"根据这种规定，人们很难判断保护条款是否提供了对所有的稀释行动的防御措施，或条款是否仅限于防御股息分配、拆股和并股行动。也许由于这个原因，在1929年1月1日前转换尚未生效之时，债券和股票的价格之间存在着很大的套利性价差，虽然—和上一个例子一样—股息所对应的股票收益较高也是价格反差的原因之一。相关数据可见下表。

($)

| 日期 | 普通股价格 | 债券的转换平价 |
|---|---|---|
| 26年3月19日 | 71.50 | 143 |

| | | |
|---|---|---|
| 26年6月18日 | 81 | 162 |
| 26年9月17日 | 91 | 182 |
| 26年12月24日 | 93.50 | 187 |
| 27年3月18日 | 91 | 182 |
| 27年6月17日 | 115 | 230 |
| 27年9月23日 | 142 | 284 |
| 27年12月30日 | 152 | 304 |
| 28年3月30日 | 153 | 306 |
| 28年6月29日 | 143 | 286 |
| 28年9月28日 | 166 | 332 |
| 28年12月28日 | 187.50 | 375 |

## 附录37

道奇兄弟公司发行的利息率6%,1940年到期可转换债券，是一个因为与其他公司合并引起股数减少，从而导致转换价格提高的例子。这种1925年发行的债券可转换成道奇公司的A类股票，在所发行的总计$75000000的债券中，最多只能有$30000000实施转换。转换比率如下表所示:第一批$5000000，按照每平价为$30的债券兑换

转换。

第二批$5000000，按照每平价为$35的债券兑换

转换。

第三批$5000000，按照每平价为$40的债券兑换

1股A类股票进行

1股A类股票进行
1股A类股票进行
转换。
第四批$5000000，按照每平价为$50的债券兑换转换。
第五批$5000000，按照每平价为$60的债券兑换转换。
第六批$5000000，按照每平价为$70的债券兑换转换。
1股A类股票进行
1股A类股票进行
1股A类股票进行

双联合同规定，在合并或兼并的情况下，公司的购买者必须承继该债券的债务，并且为债券持有人提供性质和数量与A类股票相同的、在兼并或合并过程中发行的证券，作为债券随时可以进行转换的对象。

在1928年7月道奇兄弟公司被克莱斯勒公司兼并之前，已有总额$I5000000的债券转换成了道奇公司的A类股票，后一家公司承继了未转换债券的债务。在这个收购过程中，每5股A类股票—债券原来的转换对象—被合并为1股克莱斯勒公司的普通股。这样，根据双联合同的条款规定，第四批总额$5000000的债券，现在可以按照每$1000债券转换成

4股克莱斯勒普通股的条件(克莱斯勒公司普通股每股的转换价格为$250)实施转换。同样，第五批和第六批债券转换成克莱斯勒公司普通股的转换价格分别为$300和$3500

附录38

西班牙河化浆和造纸厂利息率6%,1931年到期的第一抵押债券，是一种没有利润分享权的普通债券，发行于1911年。1915一1916年发生了利息拖欠事件，债券持有人和公司因此达成了一项妥协协议。根据这个协议，1915一1916年逾期末付利息被推迟到1922年10月以后偿付;偿债基金的支付暂停;该债券和另外一些附属公司债券的持有人被赋予如下权利:在债券的存续期中，获得西班牙河公司优先股和普通股年股息总额的10%的收入分配。这种安排的结果是，债券持有人不仅在1928年债券到期前一直享受西班牙河化浆和造纸厂优先股和普通股所有现金股息的10%，他们还获得了1920年7月为清偿累积优先股股息而以优先股形式发行的42%的股票股息的10%.

1918年以后，说明该证券投资品质的有关数据见下表:

| 年份 | 利息保障倍数 | 债 |
|---|---|---|
| 1919 | 2.62 | 1( |
| 192O | 3.O3 | 97 |

| | | |
|---|---|---|
| 1921 | 4.39 | 87 |
| 1922 | 2.39 | 11 |
| 1923 | 3.46 | 10 |
| 1924 | 4.37 | 10 |
| 1925 | 3.85 | 10 |
| 1926 | 3.96 | 10 |
| 1927 | 3.36 | 10 |
| 1928 | 债券被以110的价格赎回 | |

附录39

中间形式的对冲操作技术可以用下述发生于1918—1919年的交易来说明，这些交易包括购买$1400皮尔斯石油公司利息率6%.,1920年到期的短期债券，和出售其所对应的普通股。皮尔斯石油公司短期债券可在任意时候转换成50股普通股。(债券的利息不予考虑。)

| 日期 | 购买 | |
|---|---|---|
| 1918年10月 | 利率6%，债券1M(价格l00.50)=$1008 | 9 |
| 1918年12月 | 普通股25股价格l6=$403 | |
| 1919年1月 | | |
| 1919年5月 | | |

| | |
|---|---|
| 1919年12月 | 普通50股，价格l7.5=$881 |
| 盈利 | $2292<br>$344 |

1918年10月到1919年iz月，短期债券的最低价为99.5o

对这5项交易的分析如下:

1.购买短期债券，并且以和平价相差不大的价格出售与之对应的股票的一半。这使得在股价下跌时，操作人可以通过轧平股票头寸而获得利润，而在股价上涨时，操作者可以通过出售另一半股票而获利。

2，股价下跌，给操作者提供了一个通过轧平股票头寸而获利的机会。

3.股价的复苏使操作者可以恢复原有的头寸。

4。股价上升，操作者得以以有利可图的价格出售另一半股票

5.股价的新一轮下跌，使操作者有机会在以平价将债券脱手的同时，以有利的差价购回一开始出售的股票。

由于短期债券的到期日已经临近(而且公司的财务实力较为雄厚)，因此它很有希望保持一个坚挺的

价格，所以在第2个步骤中没有必要出售债券。它可以被持有在手中，同时指望出售股票的操作重复进行。附录40

在第is章中我们曾经谈到，在1932年，在纽约股票交易所上市的所有优先股中，有95%未能保持在投资性的价格水平上。对列人1933年1月1日<费奇债券记录》的4605种国内和国外债券(包括外国政府债券，但不包括国内政府债券)所进行的一项研究表明，每种债券在1932年的最低价格分布如下:

| 组别(按价格区间划分) | 数量 | 占总数的% |
| --- | --- | --- |
| 0—10 | 725 | 15.74 |
| 11～20 | 566 | 12.29 |
| 21一30 | 424 | 9.21 |
| 31—40 | 338 | 7.34 |
| 41～50 | 366 | 7.95 |
| 51～60 | 412 | 8.95 |
| 61～70 | 384 | 8.34 |
| 71～80 | 415 | 9.02 |
| 81—90 | 383 | 8.32 |
| 91一l00 | 417 | 9.06 |
| 100以上 | 175 | 3.78 |
| 总计 | 4605 | 100.00 |

附录41

大部分欧陆国家的公司法都包括了对强制性储备的规定，这些储备的一个功能是保持稳定的股息分配。累积储备的资金来源是年利润，但分配给储备帐户的利润通常不会达到很大比例。参加“全体大会”—一种年度集会—的股东代表拥有宣布股息分配方案的权力，虽然同时存在着有关中期股息的条款。

在英国，《公司法》没有限定股息宣布只能在股东年度“全体大会”进行;但是该法律的细则(法律文本中的表A)推荐了这种股息宣布模式，而且公司章程通常规定，年度股息的宣布必须以“公司在全体大会上”或“全体大会授权下的董事”的名义进行。参见(第一程序表，公司法表A>,1929年，19一20Geo.V.第23章。对英国有关股息的法律和政策的讨论可参见<帕尔马的公司法》，第13

版，第222一233,628页，伦敦，1929年。

附录42

以下介绍的城际高速运输公司(纽约)各种证券相对价格之间的一系列反差，例示了证券市场中不断出现的一些机会的类型，在这些机会面前，分析工作往往可以作出明确的判断。

1.1919年11月，城际统一公司利息率4.5%的债券

和优先股的市场卖出价都是13。债券(被称为城际大都市4.5%)利息支付正处于违约状态，公司也在清算之中。债券持有人拥有对所有资产的要求权，这些资产具有相当大的价值;而股东没有任何形式的权益。在随后的重组过程中，优先股和普通股全部血本无归，而利息率4.5%的债券的持有人却得到了新的证券，最终这些证券的价值达到债券面值的13%以上。

2.1920年1月，城际高速运输公司利息率7%,1921年9月到期的短期债券售价为64.5，此时同一公司的利息率5%,1966年到期第一抵押替续长期债券的售价为53.25。每张利息率7%的短期债券都有大约$1562利息率5%的债券的担保，并且可以转换为大约$1144的这种5%债券。从相对价格上看，短期债券要比长期债券有价值得多，因为:(a)短期债券的安全性更大;(b)它们能够获得更大的回报;并且(c)它们所具有的转换权允许持有人在5%债券的价格上升时获利。

这种短期债券被以8%的利息率展期一年;1922年公司向持有人提供了调整方案:换成$100现金和$900利息率为7%的可转换担保短期债券，1932年到期。那些不接受这个方案的持有人可以要求公司偿付全额本金。在1921和1922年的任何时候，按照上述价格将利息率5%的长期债券转换成7%的短期债券都

将获得可观的利润。

3.在1929年的较早时候，城际高速运输公司的股票售价始终高于曼哈顿铁路公司“修改担保”股票(例如在1929年3月，城际高速运输公司股票售价为55.5，曼哈顿修改担保股票为54)。这种价格关系是不合理的，因为:

a.在城际公司股票收到任何股息之前，“曼哈顿修改股”有权累积5%的年股息，并可以获得高达6.25%的累积股息。

b.当城际公司公司股票获得6%的股息时，“曼哈顿修改股”有权进一步获得总计7%的股息。

c.城际公司股票在1950年之前不能获得高于7%的股息。

d.曼哈顿公司股票的5%股息确实得到了支付，而城际公司股票却分文未得。

显而易见，在此之后的21年中，曼哈顿公司股东至少可以获得和城际公司股东同样多的股息。到了1929年8月，价格倒挂现象得到了纠正，“曼哈顿修改股”的售价比城际公司股票的售价高出了16个点(39.25对比23)0

4.1933年10月，城际高速运输公司利息率5%的长期债券和利息率7%的短期债券售价同样为65。这种不相称的价格关系在第1章中详细讨论过，在第51章中还将再次论及。

5.1932年12月，曼哈顿铁路公司“未修改”股票售价为18，同时“修改”股票售价为8.625。这些股票起初有权获得由城际公司无条件担保的7%的股息。根据后来的一项协议，修改股的股息支付将根据收益状况而定。不过修改方案(1922年起开始实施)规定，一旦城际公司就曼哈顿公司租约所规定的税收和债券利息支付违约，起初的担保条款对修改股的保障作用将重新恢复。由于城际公司处于清算之中，对曼哈顿公司租约违约的可能性很大。因此曼哈顿公司两类股票的价格关系在这些实际情况面前，显得很不合理。

附录43

下表所列优先股和普通股在1931年—1932年前四个月的最低价都低于其流动资产净值。这些股票中的绝大多数在1932年后期仍然走势低迷。

| 公司 | 1931—1932年4月 | |
| --- | --- | --- |
| | 优先股低价 | 普通 |

| | | |
|---|---|---|
| 阿利斯一查默斯制造公司 | —— | 6.5 |
| 美国农业化工公司 | —— | 4.375 |
| 加利福利亚包装公司 | —— | 5.375 |
| 钻石火柴公司 | 19.5 | 10.62 |
| 安迪科特一约翰逊公司 | 98.375 | 23.5 |
| 液碳公司 | —— | 11.75 |
| 卖克卡车公司 | —— | 12 |
| 中部大陆汽油公司 | —— | 3.75 |
| 蒙哥马利一沃德公司 | 59 | 6.5 |
| 国民收银机公司 | —— | 7.125 |
| 美国工业酒精公司 | —— | 19.25 |
| 美国管道和铸造公司 | 12.25 | 8.75 |
| 维森石油公司 | 44.25 | 9.5 |
| 威斯汀豪斯气闸公司 | —— | 9.5 |
| 西屋电气公司 | 60.25 | 19.87 |

这些资料摘自本书作者之一关于这一现象的几篇论文。见本杰明·格雷厄姆的《膨胀的财富和缩水的股东》(《福布斯》,1932年6月1日，第n页);《资金雄厚的公司应将现金归还给股东吗?》(《福布斯》,1932年6月15日，第2l页);和《财力雄厚但正在亏损的公司应该破产清算吗?》(《福布斯》,1932年7月1日，第13页)。如果我们将1932—1933年的低价股也加入这幅图表中，那么它就完整了。

附录44

分析者必须不停地计算认股权和对应普通股之间的相对价值。为了便于计算，我们在此附上两个简单的公式。

设R=认股权的价值

M=股票的市价S=股票的认购价

N=认购一股股票所需使用的认股权个数

公式a，适用于股票“除权”之前(也就是说，股票的购买者有权享有该权利)。

$$R = \frac{M - S}{N + 1}$$

$$R = \frac{M - S}{N}$$

公式B，适用于股票除权之后(也就是说，该权利属于原来的股东，新买者没有该权利)。

例:股东每持有5股股票，就可以以每股$so美元的价格认购一股新股。股票的市价为每股$640

$$认购权的价值 = \frac{\$64 - \$50}{5+1} = \$2.33$$

$$认购权的价值 = \frac{\$90 - \$50}{5} = \$8$$

例:与上例认购条件相同;除权股票的售价为每股$90。则

但是，这些计算公式还需进一步改进，以反映:W将分配给旧股而不分配给新股的任何股息;或与此相反的情形。(2)因认股权到期之前不必向新股分发股息而节约的股息。附录

735

附录45

公司金字塔式结构的两个例子

例一:因萨尔系统(theInsull)金字塔式结构的基本特征可以从下面的部分总结中略见一斑:

优先于普通股的负债

(1931年12月31日)

公司1

(母公司)公司证券公司。

一家专业投资公司。主要持有公司2一$59000000和公司3-

$42000000，资产组合总额达$14500000。

银行贷款等……………………………………
$33000000

长期债务
……………………………………………24000000

优先股
………………………………………………37000000

公司2

因萨尔公用事业投资公司。也是一家专业投资公司。主要持有公

司3一$64000000，有价证券总额达$252000000.(它还持有公司1的

股票$32600000).

银行贷款等……………………………………
$53000000

长期债务
……………………………………………58000000

优先股
………………………………………………46000000

公司3

中西部公用事业公司。

公用事业控股公司，控制了大量子系统。1931系统的总营业额为

$173000000。736

证未合析

公司4为其最大的子公司。

母公司:

银行贷款等…………………………………………$35000000

长期债务…………………………………………………………40000000

优先股……………………………………………………………61000000

(注:公众持有:子公司债券…$283000000子公司优先股152000

000子公司普通股10000000)

公司4

国民电气公司。一家公用事业控股公司，控制了一些子系1931年

总营业额为$68000000。公司5为其最大的子公司。

母公司:

银行贷款等………………………………………未单独报告

长期债务………………………………………………$10000000

优先股和A类普通股……………………………………$36000000

公司5

国民公共服务公司。一家公用事业控股公司，控制了四个子系统。

1931年总营业额达$36000000。公司6为其最大的子公司。

母公司:

银行贷款等……………………………………未单独报告

长期债务……………………………………$20000000

优先股和A类普通股……………………………$30000000

公司6

沿海公共4服务公司。一家公用事业控股公司，控制了六个子系

统。1931年总营业额达$16000000。公司7为其最大的子公司。

母公司:

长期债务………………………………………无

优先股……………………………………$9000000

公司7

弗吉尼亚公共服务公司。一家公用事业经营和

控股公司。1931年

总营业额达$7600000.

长期债务……………………………………$37000000

优先股……………………………………………10000000

值得注意的是，这六家逐次控股公司所形成的金字塔式结构，是建立在该系统的各种营业公司的基础之上的。高高在上的这六家控股公司陷入了破产的境地，导致了该结构的分崩离析。请参见詹姆士·庞布莱特和加迪纳·米恩斯的<控股公司》一书第108-113页(纽约，1932)，上面有关于这方面的描写、图表和讨论。

例:关于普通投资信托领域里的金字塔式结构的运作，美国和外国证券公司的结构向我们提供了一个简单明了的例子。

这家公司成立于1924年。当时，公众按面值购买了股息率为$6的第一优先股$25000000(公司收到$24000000)，同时牵头银行按面值购买了股息率为$6的第二优先股$5000000。纯粹作为象征性投资的1000000股普通股(每股10美分)是这样分配的:公众持有25%，发起人持有75%。这样，后者提供了1/6的资本(要求权在另外的5/6之后)，就在利润盈余中得到3/4的权益。到1928年末，第二家公司—美国和国

际证券公司成立之时，照搬了金字塔式控股公司的结构形式。其融资总额为$团000OOOo公众购买了1/5的普通股股份，并以每股$100的价格购买了股息率为$5的第一优先股，总投资达$50000000。美国和外国证券公司出资$10000000，得到了4/5的普通股股份，并以每股$100的价格购买了股息率为$5的第二优先股。对原公司的发起人来说，这种安排使他们不用追加投资就可以控制额外的认购资金。由于美国和外国证券公司财产增值$30000000,所以到1928年末，原出资$50(}000的人现在控制了$IIO000000的资本(包括可随时支取的认购金)，并有权得到利润盈余或增值中的78%o

下表分别从帐面值(“清算值”)和市值的角度列出了这种安排的具体操作:

A．时期：l924—1928($)

| 项目 | 总额 |
|---|---|
| 原始投资 | 30000000** |
| 帐面值，l928年12月 | 60000000 |
| 帐面值增加% | 100% |
| 美国和外国证券公司资本的最大市值* | 100000000 |
| 市值增加% | 233% |

*第一优先股@$100；第二优先股@$80；普通股@$70。

**公司实际获得资金$2900O000。

B．时期：1928—1933($)

| 日期 | 公众的投资 | 发 |
|---|---|---|
| 帐面值： | | |
| 1928年12月31日 | 130 | 5 |
| 1932年12月31日 | 100 | 3 |
| 1933年9月30日 | 107 | 1 |

| 日期 | 公众投资 | 发起人投资 | 第一优先股 | |
|---|---|---|---|---|
| 市价： | | | | |
| 1929年最高价 | $170 | $1150 | 100 | |
| 1932年最低价 | 27.50 | 11.50 | 26 | |
| 11/1933 | 73 | 185 | 64 | |

以上数据分别显示了在有利和不利的发展情况下，一个高度投机性的资本结构的典型结果。值得注意的是，当公众对投资信托证券感到特别乐观或

特别悲观的时候，证券的帐面值或清算值都会发生剧烈的变动。尤其值得一提的是，在1933年，当每股帐面值重新回到约等于每股原始投资值时，市场显示的结果表明，公众的投资大幅缩水，而发起人的权益却相应地增加了。

附录46

密苏里一堪萨斯一德克萨斯公司和圣路易斯一旧金山公司之间的比较

(1922年1月印发的报告)引言

对于投资者和投机者来说，密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司新发行的证券提供了大量的诱人机会。旷日持久的重组计划

最近才刚刚宣布生效—使该系统的固定费用降至一个相当保守的数字，从而使债券利息的定期支付得到了有力的保证。而且，在当前不利的条件下，铁路板块证券逆市而行，表现相当不错，这说明低级证券具有强大的获利能力。

\人们将会发现，密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司漫长的清算过程，最终将巩固新证券的地位。因为在这个期间，公司对系统的每一部分都投人了大量经费进行修复，而得到改善的铁轨和设备反过来又提高了工作效率。所以与其他铁路公司的平均成本相比，该公司的运输成本在过去一年里大幅度地减少了。

为了对密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司的新证券进行价值分析，我们不可避免地把它与圣路易斯一旧金山铁路公司作一个比较。这两个系统在地理位置、运载特点和财务结构方面有着惊人的相似。实际上，密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司的重组几乎完全模仿了圣路易斯一旧金山铁路公司完成于1916年的重组。

在下面的篇章里，我们将讨论两个公司各自的资本结构和经营业绩的总体情况，并对相应的证券进行详细地比较。我们的分析表明，在两个方面，密苏里一堪萨斯一德克萨斯比圣路易斯一旧金山具有更大的潜在优势。

1它的固定费用占总收益的比例更小。

2.它的经营效率更高。

通过发挥这些重要的优点，密苏里一堪萨斯一德克萨斯应该能够在更大程度上保护其债券，并使其股票有更高的盈利能力。在对两个系统进行分析以后，我们假设圣路易斯一旧金山证券的持有者做如下交换:

A—将圣路易斯一旧金山的优先留置权债券(利率4%,5%,6%)转换成密苏里一堪萨斯一德克萨斯相应的优先留置权证券(后者价格更低)。

B——将圣路易斯一旧金山的收入债券(利率6%，价格$21处)转换成密苏里一堪萨斯一德克萨斯

的调整债券(利率5%，价格$45)。

C—将圣路易斯一旧金山的普通股(价格}2nr2)转换成密苏里一堪萨斯一德克萨斯的优先股(价格$25%2)

进一步地，在对密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司证券进行逐个评价时，我们认为，优先留置权债券是高收益的安全性投资品;而调整债券，优先股和普通股则提供了诱人的投机机会C

密苏里一堪萨斯一德克萨斯和圣路易斯一旧金山的主要业务都集中在相同的几个州，在有些地方双方竞争很激烈。

表2——经营的里程数，1920年12月31日

| 州 | 密苏里一堪萨斯一德克萨斯 | 圣路易山 |
|---|---|---|
| 密苏里 | 544 | 1720 |
| 堪萨斯 | 487 | 626 |
| 德克萨斯 | 1721 | 495 |
| 俄克拉荷马 | 1036 | 1517 |
| 其他州 | 19 | 898 |
| 总计 | 3807 | 5256 |

因此，两个系统的运载特点非常相似—除了圣

路易斯一旧金山运送更多的煤和木材以及更少的石油外。每英里的运费也几乎是一致的。但是，密苏里一堪萨斯一德克萨斯的平均火车装载量要大得多，运送的距离更长。

表3—1920年一览表

| 项目 | 密苏里一堪萨斯一德克 |
|---|---|
| 火车的平均收费装载量 | 442吨 |
| 每收费吨的平均运送距离 | 248英里 |

毋庸置疑，正因为这两个优势，密苏里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司才得以在1921年内大幅降低了运输成本。资本结构下面对两个公司发行的证券作一比较:

表4-资本比较($)

| 项目 | 密苏里一堪萨斯一德克萨 |
|---|---|
| 设备和第一证券 | 7248000 |
| 优先留置权债券 | 93073000 |
| 调整债券 | 57500000 |
| 收入债券 | ····· |
| 优先股 | 24500000 |
| 普通股 | 783155股(无面值) |
| 固定利息费用 | 4917717 |
| 或有利息费用 | 287500O |

| | |
|---|---|
| 利息费用总额 | 7792717 |

上述关于圣路易斯一旧金山的数据摘自1920年i2月31日

的公司报表。密苏里一堪萨斯一德克萨斯的数据基于这样的假设:所有的旧证券都按照重组计划中的条款进行了转换。但是，一些现有的高级留置权债券，如1990年到期的第一债券(利率4%},仍然会在外流通。因此，上面提到的第一债券应有所增加，而优先留置权证券应相应减少—两者之和应保持不变。公司实际的固定利息费用可能将小于重组计划中预定的总额，因为相对于$ao000000第一债券中未转换的部分，公司每年可以省下1/2个百分点的利息支出。

表5一每英里运程的总收益和利息费用的比较

| | 密苏里一堪萨斯一德 | |
|---|---|---|
| | 每英里 | |
| 总收益*…… | $16870 | 1 |
| 固定费用…… | 1300 | 7 |
| 或有利息…… | 760 | 4 |
| 总利息…… | $2060 | 1 |

*1921年数据，其中12月为估计值。

"或有利息费用"是指当盈利时，公司需对收入债券和调整债券支付的利息。这则有弹性的条款成为两家公司的力量源泉，因为它可使公司在经营艰难时减少利息开支，从而不会引起财务上的麻烦。

表5显示，密苏里一堪萨斯一德克萨斯通过大幅削减固定利息费用占据了优势。每一美元收益中只需拿出}.7美分支付固定利息，如此之低的比率保证了优先留置权债券在正常情况下的安全性。在这方面，密苏里一堪萨斯一德克萨斯看来比圣路易斯-旧金山要有利得多，因为它的利息费用—固定和或有的—所占比例要小。

盈利能力

要比较两个公司的盈利能力，通常的做法是比较若干年来的平均水平。但是在这个例子里，联邦的恼人管制使我们不得不放弃这个程序。因为早期的数据年代已久，而1917一1920年间的数据又颇为反常，以致于都不能作为分析的基础。所以，我们只有将重点放在最近的经营业绩上。截止到1921年11月31日的11个月的财务报表已经公布了，在此基础上再加上I/11，我们就得到了全年大致的损益表。

表6-损益表(1921自然年)

| | 密苏里一堪萨斯一德克萨斯 | |
|---|---|---|
| | 收入 | 占总收益的 |
| 运程 | 3784 | |
| 总收益 | $63824000 | 100.0 |
| 维修保养费 | 24635000 | 38.6 |
| 其他营业费 | 25072000 | 39.3 |
| 税收 | 2731000 | 4.3 |
| 租金等，减去其他收入 | 1654000 | 2.6 |
| 息前收益 | 9750000 | 15.2 |
| 固定利息 | 4918000 | 7.7 |
| 或有利息 | 2875000 | 4.5 |
| 股票收益 | 1957000 | 3.O |
| 应记优先股股息 | 1715000 | 2.7 |
| 普通股收益 | 242000 | 0.3 |

(有一个月的数据是估计值)

*部分使用了1920年的数据。

在分析上面的数据时，有必要特别注意这样一个事实:密苏里一堪萨斯一德克萨斯的维修费耗资庞大。在每1美元收益中，它的维修费就占38.6美分，而圣路易斯一旧金山只花了31.1美分。可以想象，维修费用的决定很大一部分是由管理层强制作出

的，从而提供了一种多少有些人为地控制净收益的方法。与该区域的其他铁路公司相比，在过去一年里，圣路易斯一旧金山似乎维修不足，而密苏里一堪萨斯一德克萨斯则进行了过度维修。不同的政策所带来的结果是，相对于正常的维修费用而言，圣路易斯一旧金山的净收益远远偏高，而密苏里一堪萨斯一德克萨斯则大大偏低。

如果两者的维修费都占总收益的35%—显然，这是一个合理的数字—那么与实际报表上的数据相比，密苏.里一堪萨斯一德克萨斯铁路公司的净收益就会增加$2300000，而圣路易斯-旧金山就会减少$3280000。

这种调整将如何.从根本上影响各种证券的情形呢，我们看下表的分析。

表7一盈利能力，1921

| 项目 | 实际结果 | |
|---|---|---|
| | 密苏里一堪萨斯一德克萨斯 | 圣路 |
| 固定利息保障倍数 | 1.94倍 | 1.89 |
| 总利息保障倍数 | 1.25倍 | 1.25 |
| 优先股每股收益 | $8.00 | $46. |
| 普通股每股收益 | 0.30 | 6．0 |

优先留置权债券

虽然密苏里一堪萨斯一德克萨斯的优先留置权债券售价低于圣路易斯一旧金山的同类债券，但是上表说明它们的安全性更高。因为，尽管密苏里一堪萨斯一德克萨斯的维修费多得多，但它在1921年挣得了用来支付应记固定利息的巨额利润。如果对这种维修费的差别加以适当的考虑，那么密苏里一堪萨斯一德克萨斯的优越地位就会变得显著起来。

收入债券和调整债券

密苏里一堪萨斯一德克萨斯的调整债券(利率5%a)的利息在1925年后将累计，而圣路易斯一旧金山的收入债券(利率6%)的利息永远不会累计。在未来的三年里，在可用于支付密苏里一堪萨斯一德克萨斯调整债券利息的收益中，至少有一半将用于利息的支付。根据1921年的收益，收入债券的持有者今年可能将收到5%的足额利息。

如果公司支付了足额利息，那么密苏里一堪萨斯一德克萨斯和圣路易斯一旧金山的证券会产生同样的回报。密苏里一堪萨斯一德克萨斯债券的要求权更靠前，直接位于优先留置权债券之后;而圣路易斯一旧金山的收入债券(利率6%)的要求权则还在调整抵押债券之后。正如表7所揭示的一样，在正常情况下，密苏里-堪萨斯一德克萨斯铁路公司的调整债券具有更强的盈利能力，这是其优势所在。

密苏里一堪萨斯一德克萨斯公司利率7%的优先股(1928年1月1日后可累积)

由于市价相同，该股与其说与圣路易斯一旧金山的优先股相似，不如说与它的普通股相似。密苏里一堪萨斯一德克萨斯的优先股在当期盈利方面表现不俗，不仅明显地比圣路易斯一旧金山的普通股更可取，而且本身也是充满魅力的投机购买品。

密苏里一堪萨斯一德克萨斯的普通股。

普通股的股息无疑是微不足道的，但它应该会在市场上迅速反映出铁路行业的总体改善或公司地位的提高。由于现价仅为每股$8.25，所以作为一支低价的铁路板块股，它拥有不同寻常的投机机会。

艾奇逊公司、南太平洋公司和纽约中央公司之间的比较

(1922年4月印发的报告)

引言

最近几周，人们开始重新关注铁路板块的绩优股。这一举动都至关重要，因为它是以投资和投机两方面的考虑为基础的。先是上市债券的价格持续上扬，紧接着优先股走势坚挺，现在公众的注意力又投向了投资类型的普通股—即，那些拥有长期股息历史的股票。

从投机角度来看，业绩良好的铁路板块越来越吸引人。指标确切无疑地显示，1922年净收益会比

1921年有较大的增长。我们已经知道，铁路上的货物运送量大幅上升，人们预期由于今年后期的工业复苏，货运量增长会更大。更为重要的是，营业费用持续下降，从而使净收益与总收益之比逐渐回落到正常水平。

所以，投资者和投机者对铁路板块的绩优普通股备加关注就不足为奇了。在这里，我们给出对这类股票的三个杰出代表艾奇逊公司、南太平洋公司和纽约中央公司的现状和近来表现的研究结果。下表列出了一些重要的数据:

铁路公司

| 价格 | (大约) | 股息率% | 回报率% | 每股 1921 |
|---|---|---|---|---|
| 艾奇逊 | 100 | 6 | 6.00 | $14 |
| 南太平洋 | 90 | 6 | 6.67 | 7.2 |
| 纽约中央 | 91 | 5 | 5.50 | 8.9 |

以上数据清楚地显示出艾奇逊在盈利能力和财务实力方面的优越性。与纽约中央相比，它具有较高的股息回报率(dividendre-turn)，更多的盈余和更少的债券类债务。南太平洋和艾奇逊都支付6%的股息，但艾奇逊的盈利能力技高一筹，所以其股票价

格整整比前者高出10个点来。

除了引人注目的盈利外，艾奇逊还有如下特点值得特别关注:

1.大量的现金资产。

2.丰富的石油资产。

3.小额而稳步上升的长期债务。

下面我们将详细分析这三家公司的情况。通过仔细研究可得到的数据，我们提出如下推论:

A—现在应该买进艾奇逊的股票，不管是作为诱人的投资品，还是为追求稳健的投机利润。

B—由于更强大的盈利能力，艾奇逊的股票从本质上比南太平洋更具诱惑力。

C—为了获得更高的股息报酬率，更高的平均盈利性和更好的财务稳定性，纽约中央铁路公司的投资者应该将手中的股票换成艾奇逊的股票。

我们应该指出，从投机角度来看，由于纽约中央公司的股票数量相对于其债券类债务和总收益来说数量很小，在时机有利的情况下，可能会获得更快的每股收益增长。但是相反地，净收益只要有一丁点下降，股票收益就会更大幅度地减少。

公司结构

在分析一家铁路公司的情况时，通常不仅需要考虑其自身的经营情况，还需涉及它拥有大量股份的子公司或联营公司的情况。艾奇逊和南太平洋的

报表包括了整个系统的业绩，但在持有许多子公司的大量股份的纽约中央铁路系统里，报表却是分立的。实际_.[，这些受控公司的总运程超过了严格意义上的纽约中央铁路公司的总运程数。每年，子公司都带来了巨额利润，其中很大一部分实际上推动了纽约中央铁路公司股票的升值，但却没有在母公司的损益表中体现出来。为了给评价纽约中央铁路公司股票的价值提供正确的参考资料，我们将通过对它自身的报表和囊括全部子公司的合.并.财务报表进行分析，从而得出其盈利能力。最近一种传闻坚定了我们使用后一种方法的决心，据说纽约中央铁路公司企图收购受控公司流通在外的少量股份，以达到合并它们的目的。

下表列出了纽约中央铁路公司的独立运营子公司，以及它们各自的运程数和系统内的持股比例。

纽约中央系统

| 公司 | 运程数 | 拥有 |
|---|---|---|
| 纽约中央铁路公司 | 6069 | |
| 辛辛那提北方公司 | 245 | 56.9 |
| C．C．C．&圣路易斯 | 2421 | 50.1 |
| 印地安那港口地带 | 120 | 60.0 |
| 卡那瓦和密歇根 | 176 | 100.0 |
| 伊利湖和西部地区 | 783 | 50.1 |
| 密歇根中部地区 | 1865 | 89.8 |

| | | |
|---|---|---|
| 匹兹堡和伊利湖 | 224 | 50.1 |
| 多伦多和俄亥俄州中部 | 492 | 100. |
| 总系统 | 12350 | |

至于南太平洋，必须修正以前的报表，以反映最近发生的石油财产的分离。还必须考虑到原来石油收入的消失，可转换债券向股票的转换，以及出售太平洋石油股票所得到的价值$43000000的现金。

盈利能力

我们对1921年业绩的特别关注的原因在于，一是因为它是可以得到的最新的资料，二是因为它们是独立经营的第一年。下表是1921年的损益表。

损益表，1921（单位：千美元）

| 项目 | 艾奇逊 | 南太平洋 | |
|---|---|---|---|
| 运程数 | 11678 | 11187 | 6 |
| 总收益 | $228925 | $269494 | $ |
| 净收益(扣除租金) | 41268 | 39823 | 5 |
| 其他收益 | 11082 | 8000 | 1 |
| 总收益 | $52350 | $47823 | $ |
| 固定费用等 | 13018 | 22800 | 5 |
| 优先股股息 | 6209 | | |
| 少数股东收益 | | | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 普通股收益 | 33123 | 25023 | 2 |
| 每股收益 | 14.69 | 7.25 | 8 |

南太平洋的固定费用和营业外收入是考虑到油田的分离后，在mo年报告值的基础上估计而得的。

一眼就能看出，艾奇逊的业绩最好—不仅在于其每股收益最大，而且在于其固定费用占可支配收入的比例最小。纽约中央铁路公司和其子公司的合并损益表显示出每股的高额利润，但是应当注意到它的总资本中很大一部分是由债券和租赁合约组成的。

各家公司从1914年开始的报表可以进一步证实根据1921年数据得出的结论。下面我们给出在这段时期内股票的每股年收益。对于1918,1919,1920年，我们报告了两个结果，一个按实际营业收入计算，一个含政府租赁和担保。南太平洋的数据根据前述方法进行了调整。

普通股每股年收益，1914——1921

| 日历年度 | 艾奇逊 | | 南太平洋 |
|---|---|---|---|
| | 按营业收入计算 | 含租赁和担保 | 按营业收入计算 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1921 | 14.69 | | 7.25 |
| 1920 | 12.54 | 13.98 | 1.89 |
| 1919 | 15.41 | 16.55 | 7．00 |
| 1918 | 10.59 | 9.98 | 10.63 |
| 1917 | 14.50 | | 13．96 |
| 1916 | 15.36 | | 11．00 |
| 1915 | 10.99 | | 8．00 |
| 1914 | 9.03 | | 6．Ol* |
| 平均： | | | |
| 按营业收入计算 | 12．89 | | 8．33 |
| 含租赁和担保 | 13．14 | | 9．06 |

*截至到6月30日的会计年度

**参见正文

上表的一个并非毫不起眼的特征在于:在整个这段时期里，尽管货运行情不如人意，但艾奇逊公司的净收益从1915年起一直保持了稳定。与纽约中央和南太平洋相比，在过渡年份mo年里情况更是如此。

该表的另一个显著特征是艾奇逊的营业外收入有了大幅的上升，从1918年的$4311000到2919年的$15100000和1920年的}9842000。这些利润很大一部分来自于它的石油财产，而后者的重要性似乎并没有引起人们的足够认识。

营业费用统计

艾奇逊在盈利能力方面超过南太平洋和纽约中央，一定程度一[应归结为其相对于总收益一而言较小的总资本，但更主要的原因在于其较低的营业费用。下表清楚地体现了艾奇逊在运输成本方面享有的优势:

营业费用分析

| 下列费用占总收益的百分比 | 艾奇逊 | | |
|---|---|---|---|
| | 1921 | 1918—20 | 1913—17 |
| 维修费 | 36.9 | 36.O | 30.1 |
| 运输费等 | 38.7 | 39.6 | 34.1 |
| 总营业费 | 75.6 | 75.6 | 64.2 |

我们看到，艾奇逊在维修费开支上一向很慷慨。与经营地段相同的南太平洋和纽约中央相比，它将更大一部分收益花在了维修上，而在运输上花得较少。

资本结构

在股票/债券的比例方面，艾奇逊最大，而纽约中央最小。后者的资本结构似乎有些失衡，所以净收益较小的变化就会引起每股收益的较大波动。在经济繁荣时期，这种债券类债务占主导地位的结构会带来强大的盈利能力，而在经济萧条年代，它却

会成为一个沉重的包袱。

公众持有的证券（单位：1000）

| 证券类型 | 艾奇逊(1921) | 占总额的% | 南太平洋(1921) |
|---|---|---|---|
| 债券和担保股票 | 289888 | 45.3 | 473644 |
| 优先股 | 124173 | 19.4 | |
| 少数股票普通股 | 225398 | 35.3 | 344780 |
| 总额 | 639459 | 100．0 | 818424 |

结论

艾奇逊的财政状况可以很好地解释其在铁路领域里独一无二的地位。尽管在过去的8年里，公司实际上没有发行债券，但它在1920年12月31日拥有$52700000的现金和政府债券，而它的流动债务总额则只有$28279OOOo

有了强大的盈利能力和强大的财务状况，才可能出现股息率的持续增长。

芝加哥一米尔沃基一圣保罗公司

与圣路易斯西南公司的比较

(1922年9月印发的报告)如果在十年前，把两家

铁路公司放在一起进行分析就会显得牵强附会。那时，圣保罗属于全国最大的铁路公一司之一。而圣路易斯西南在声望、盈利能力和股息支付方面都略逊一筹，但其未来预期不错。这两家公司的相对地位可以由它们各自普通股的平均价格来衡量—圣保罗的.股价高于面值，而圣路易斯西南的则比面值低30美元。今天，市场将它们归为一类，因为它们的股票(包括普通股和优先股)具有同样的价值—分别为每股$52和$33。市场地位的彻底改变反映了盈利能力的相应扭转。

我们一开始就承认，圣保罗在1921年的营业费用大得惊人，以致于占据了净收益的很大一部分，总收益和固定费用的相对增长无疑也起了很重要的作用。圣路易斯西南发展顺利，其总收益增长速度为固定费用增长速度的2倍。但圣保罗却退步了，其固定费用增长速度是总收益增长速度的3倍之多。虽然这些数据引人注意，但它们可能传达出两家公司发展前景的错误印象。可能正如很多人认为的那样，圣保罗在1921年的萧条状况，代表了它从一个繁荣走向另一个更大成功的艰难转变过程中的最后一个阶段。或者反过来说，有些人认为圣路易斯西南所取得的巨大进步只是一个偶然现象。因此，为了得出可靠的结论，我们必须全面分析每个公司主要的实物因素和财务状况;请见下表:

预期的未来平均损益表

| 项目 | 圣保罗收益 |
|---|---|
| 总收益(1921年为基础) | 150000000 |
| 税后净收益(占总收益的20%) | 30000000 |
| 固定费用等，净值(1921年为基础) | *23500000 |
| 可分配股息 | 6500000 |
| 固定利息保障倍数 | 1.28倍 |
| 优先股每股收益 | 4.32 |
| 普通股每股收益 | O |

*见前面的表注。芝加哥一特雷霍特一东南铁路(1921年7月租入)的数据按全年数据计人。

在上表中，我们怀着浓厚的兴趣估计了两个系统在正常情况下的未来平均盈利能力。我们根据1921年的数据来估计总收益，并且保守地假设运程数的增加将被运费的下降所抵消。

如果这些数据合情合理，那么它们无疑显示出圣路易斯西南比圣保罗处境更有利。前者将在利息费用上享有更大的安全边际;优先股收益是后者的3倍;普通股每股收益接近$io，这与圣保罗的低级股票形成鲜明对比。

圣路易斯西南所显示出的优势并不是运程数或营业费用的暂时变化造成的。它主要来自于资本结

构这个基本优势。圣保罗的固定费用(净值)和优先股股息之和占1921年总收益的21.1%;而圣路易斯西南的相应比例仅为13.6%。它们之间7.5%的差额足以说明，为什么一家公司无力支付优先股股息，而另一家却拥有大量的普通股收益。

基于前面的重要观点和这里的推理，我们可以得出结论:圣路易斯西南的普通股对我们的吸引力远远大于圣保罗的普通股—虽然目前两者的价格一样。

我们欢迎对这两个系统发行的各种债券的对比分析。

运输的增长

我们刚才对未来收益的公正估计，可能会招致这样的反对，即:它没有考虑圣保罗在增加总收益方面所具有的好兆头。众所周知，圣保罗所处的位置得天独厚，随着普吉湾(PugetSound)4的拓展带来的发展，它的运输业将突飞猛进。

10年以来的业绩将明确无误地为我们推论的正确性提供一些线索。如果我们将1921年与1913年相比(在其后年份中，普吉湾已经被并人)，就会惊奇地发现:运输密度大大地减小了。实际上，尽管增加了1200英里的线路，但圣保罗在1921年比1913年运送的乘客和货物都更少，并且路途更短。如果不是运费的急剧上涨，它的总收益将比九年半前还少。

与此同时，圣路易斯西南在运输上获得了明显的利润。如果回到1920年(运载量最大的一年)，我们将发现，其南部线路的每英里运载量的增加速度是圣保罗的4倍。

运输密度的变化。l913—1921

(每英里铁路的收费吨英里)

| 年份 | 圣保罗圣路易斯西南 | | |
|---|---|---|---|
| | 总计 | 变化% | 总计 |
| 1913 | 892000 | ......... | 54200 |
| 1920 | 1071000 | +20 | 10220 |
| 1921 | 770000 | -14 | 73000 |

固定费用

与日益萎缩的运载量相比，圣保罗的固定费用呈极度膨胀之势。运程数只增长了12.4%，而债券债务的利息却增加了65.7%。如果考虑到租金和其他扣除额以及营业外收入，情况会更加严重。这些项目的总和从1913年贷方余额}2202001)变成1921年的借方余额$4I64000。最终的结果是，在过去的io年里，所有扣除额(减去冲抵额)的净值足足增加了150%。这无疑成为其发展的巨大障碍。

比较一下圣路易斯西南的情况，我们发现利息费用呈适度增长01.4%)—实际上小于运程数的增

长。租金等增加了大约$218000，同时“其他收入”相应减少，使净扣除额增加了40%这少于实际运载量的增加，也少于收益增长的一半。

营业费用

在政府控制之前，营业费用的走势是一个颇值得研究的问题，但是近年来这些数据的过度波动大大降低了它们在预测未来业绩方面所具有的价值。尽管如此，如果我们将过去的10年分成三个阶段—控制前，控制中和控制后—我们仍能够发现两个铁路公司的很有趣的经营问题。

营业费用的变化(占总收益的%)

| 项目 | 平均水平，1913—1917 | | 平均水 | |
|---|---|---|---|---|
| | 圣保罗 | 圣路易斯西南 | 圣保罗 | 南 |
| 维修费 | 2702 | 31.36 | 42.31 | |
| 其他费用和税收 | 45.95 | 44.05 | 56.92 | |
| 总额 | 7297 | 75.41 | 99.23 | |

该表的第一个显著特征就是圣路易斯西南逐渐成功地将实际运输成本占总收益的百分比控制在接近战前水平;第二个特征是，圣保罗在将相应的费用从政府控制时期的超高水平上降低下来方面步履维

艰。1918一192D年间“产棉带”("CottonBelt")5高达10%a的成本优势也许可以会被看成偶然现象，但从1921初年起该比例一直保持不变，这就不能小看了。

表中给出的维修费是不能给我们带来明确结论。从1913年到1917年，圣保罗进行的维修似乎不够。在政府控制期间，两个公司的维修费大致相同，之后圣路易斯西南比圣保罗更快地降低到正常水平。

在预期未来盈利能力时，我们曾将圣保罗估计德和“产棉带”差不多高。从上面的数据可以看出，这个假设意味着对于其管理层的能力估计得非常乐观。

财务状况

在当前债券市场和美国财政部决定对资信较差的铁路公司提供援助的情况下，流动资产和负债问题似乎不象以前那么重要了。圣保罗从美国政府借了不低于$55000000的款项，从而能够弥补其赤字，增加财产帐户，保持合理的现金余额。圣路易斯西南没有发行应付票据，事实上从1913年起，它不时地降低了其债券债务。同时，它将1915年6月30日达$540001〕的净流动债务，变成了总额达$5726000的流动资产贷方余额。

在接下来的两年半时间里，圣保罗将不得不面

临即将到期的总额达$53000000的债务，并且还要在明年的1月份向政府清偿}10000000到期票据。而圣路易斯西南除了少量的设备债务需偿还外，在1932年i月1日之前都没有到期债务。

实物因素A.运载的特点

虽然圣路易斯西南将自己描绘成“棉花之路”(TheCottonBeltRoute，但它的运输并不完全依赖于这宗商品。实际上，在1921年总运载量中，棉花和棉织品仅占6.2%。圣保罗似乎更依赖于小麦和玉米，在去年的运载量中这两项占到9.3%。一个引人注目的因素是，圣保罗运送的高档产品(制成品和杂品)所占的比例逐年减少，而圣路易斯西南则在相反方向发生着显著变化。

B，火车运载量和平均运送距离

| 项目 | 圣保罗 1913 | 1921 | 变化% |
|---|---|---|---|
| 火车的平均收费运载量(吨) | 357 | 483 | +35．3 |
| 每吨的平均运送距离(英里) | 246 | 243 | -1．2 |

看起来，“产棉带”的火车运载量增长快于圣保罗，且平均运送距离逐渐延长，超过了大于自己的对手。大吨数的运载量和长距离的运送对减少运输

成本起了重要作用。

C.设备

在这一点上，两家公司的相对状况最好用这个事实来说明:每年，圣路易斯西南都能通过出租多余的设备增加大量净收益，而圣保罗却年年为使用外国的车辆而向外支付一大笔净收益。

总结

上述事实给我们留下了特别的印象，即它们一致显示圣路易斯西南比圣保罗优势更大。几乎在每一点的讨论中，圣保罗在10年前都优于圣路易斯西南，而10年后情况大大相反。从(每英里)总收益，营业比率和其他费用，运载特点，财务状况和其他项目中都可以得出这一结论。

我们不得不作出总结:圣路易斯西南的优先股和普通股应该比圣保罗的具有更高的市场价值。

我们还想特别强调圣路易斯西南的普通股所具有的投机可能性。自1914年起，公司止付股息率为5%的非累积性优先股股息，将这一大笔资金进行再投资，使普通股从中受益非浅。从1912年6月30日起，被用于再投资的盈余已经达到$12875000-——每股普通股接近$80(而它的现价才$34)0

第四十七条

给胜利债券持有者的备忘录

(1921年5月印发的报告)

我们想指出的是，持有1923年6月到期，利率4.75%的胜利债券的人，如果将它按现价兑换成同样数量的1938年到期，利率4.25%的第四战时公债，必将获利菲浅。

在我们写本报告的时候，胜利债券(利率4.75%)正以$97.70的价格出售，战时公债(利率4.25%)的价格为$87.20。两者的直接收入回报率(straightincomereturn)都是4.86%。换句话说，票面价值为$400的胜利债券可以换成票面价值为$450、利率41/4%的战时公债，成本和收入回报率都相等。

但是从预期市场增值的角度来说，战时公债比胜利债券更有优势。因为胜利债券即将到期(1923年)，持有者不可能以大幅溢价将之脱手，所以它可能的出现增值严格局限于两个百分点。但是，战时公债是以折价出售的(折价率超过12.50%)，如此之低的价格使它有可能或很有可能在今后几年出现价格的大幅上扬。

举一个有些极端的例子，假设到1923年时，所有的胜利债券和战时公债的价格都回到了面值，那么，战时公债的升幅超过了12个点，而胜利债券最多只有2个点。通过进行我们所建议的交换，投资者可以从他们现在所持有的$400胜利债券中得到$450的回报。不管如何，战时公债(利率4.25%)只须

在今后两年里上升2个百分点，就能使这种交换有利可图。

在这一点上，我们认为所有迹象都表明高等级债券(highgradebond)马上会出现价格上升。降低利率的趋势已经很明显，因为联邦储备系统的再贴现率已经降低了。因此，长期投资品比短期投资品更受欢迎，也正因为如此，前者的收入回报率大大低于即将到期的投资品。但是对于胜利债券来说，这些短期票据可以在不降低直接收入回报率的基础上换成长期的战时公债。

对战时公债进行的清偿来势猛烈并延续到最近，但现在似乎已经接近尾声。借钱买来的债券大多数已经偿还或出售;弱式持有(weakholdings)几乎已经消失了，战时公债现在可能大部分集中在真正的投资者手中。这将大大地提高了其技术地位，任何的购买行为必将导致价格的大幅上扬。

进行我们所建议的交换的另一个好处是，战时公债可以免附加税(在一定限额内)和正常税;而胜利债券只免除正常税。

由于这两个原因—价格出现更大上扬空间的预期和更优惠的税收免除—-我们建议胜利债券的持有者现在就将手中的债券换成同样数量的第四战时公债(利率4.25%)0

我们将很高兴为该讨论提供更多的信息，尤其

愿意与单个投资者共同探讨从该交换中能够获得的即期税收减免。

附录48

“股票投资指南报告”—标准统计股份有限公司的一个部门，分别于1933年to月和12月发表了两项公告。

B(纽约股票交易所)鲍德温机车制造厂69

| 股票 | 等级 | 股息 | 价格 | |
|---|---|---|---|---|
| 普通股 | 持有二级 | 无 | 11.125 | 33 |
| ($) 优先股 | 持有P．S．* | 无 | 34.875 | |
| 认股权证 | 持有二级 | | 7 | |

*P．S．=优先投机性的

忠告:可以预见的建设性发展，将有助于抵销认股权证的实际实施给普通股带来的负面影响。优先股具有长期的投机吸引力。

现状与前景:尽管在1933年，鲍德温机车制造厂的营业费用处于最低水平，但从别的净损失中可以看出，机车订单稀少。近来，市场订单总数开始温和上升;1934年的前景有望得到极大地改善—PWA给许多铁路公司批准了用于购买新设备(其中包括30台

机车)的贷款。此外，还有其他运输企业正在申请购买设备(包括133台机车)。这样，有确切迹象表明，运输企业正着手使他们的牵引动力现代化，该计划可能在1934年下半年得到热烈响应。鉴于其强大的商贸地位，鲍德温机车制造厂有望占据该市场的很大一部分份额。尽管普通股有时仍然没有有效收益，特别是附属于统一抵押债券的认股权证(有权以$5购买480000股普通股)的最终实施可能对普通股带来极大的稀释作用，但未来每股损失将日益减少。财务实力很雄厚。

背景:鲍德温机车制造厂是两家最大的蒸汽机车制造公司之

一。它同时还生产锻件、铸件、水压机和特殊机器、发动机、空调零件、冰箱设备等等。该公司拥有通用钢铁铸造公司的股份，还在费城拥有价值不菲的房地产。

资本结构:长期债务，$}ssoo000。股息7%的累积性优先股(面值为}ioo)200000股，赎回价为非125。普通股843OOI)股。目前，优先股每股股息已累计达$17.50o

| 年份 | 收益 | | 股 |
| --- | --- | --- | --- |
| | 普通股 | 优先股 | 普 |
| 1933 | -5.24 | -15.50 | 无 |
| 1932 | -650 | -20.39 | 无 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1931 | -6.55 | -20.61 | 0 |
| 1930 | 1.94 | 15.18 | 1 |

警告—虽然信息来源可靠，但我们不对其准确性作保证。

股票投资指南报告(版权所有:标准统计股份有限公司，哈德逊街345号，纽约)

BRY(纽约股票交易所)碧翠丝乳品公司．76

| 股票 | 等级 | 股息 | 价格 | 日期 |
|---|---|---|---|---|
| 普通股 | 转换 | 无 | 12.5 | 10／17／33 |
| 优先股($7) | 转换 | $7 | 72 | |

忠告:考虑到近期的不确定性，应当将持有的普通股和优先股

换成前景更好的证券。

现状和前景:乳品经营依然受到行业不利状况的影响。牛奶产量也超过了消费需求，这种情况不仅导致乳品存货规模的日益扩大，而且也这些商品价格难以维持强势。而流质奶价格上涨—主要是由州牛奶协调委员会或AAA营销协议所推动—带来的利润几乎完全被农场主获得。此外，截至8月31日，前

6个月的公司收入受到“NAR'，提高成本以及},s月份旺季冰淇淋销售状况不尽人意的不利影响。这段时期的每股收益分别是:优先股$4.47，普通股$o.}s。而上年同一时间的数据分别是$6.34和$0.82。有迹象表明，由于季节因素，后期的盈利将更差。复苏将是缓慢的—除非牛奶供应不再过剩。财务实力是很雄厚的。

背景:碧翠丝乳品公司是奶制品行业第三大企业，以前利润主要来自于奶油。近几年来，该公司极大地拓展了冰淇淋和牛奶领域的业务。此外，它还分送奶酪、鸡蛋和家禽。资产主要分布在中西部地区，但也开始向东部以及太平洋海岸市场扩展。

资本结构:长期债务，无;股息7%，面值$100的累计性优先股10785l股;普通股377719股(面值$2s)o

| | 收益 | | 股息 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 普通股 | 优先股 | 普通股 | 优先股 | |
| 1933 | -8.04 | 4.03 | 无 | 7.00 | 2 |
| 1932 | 3.54 | 19.30 | 2.50 | 7.00 | 4 |
| 1931 | 7.12 | 32.49 | 4.00 | 7.00 | 8 |
| 1930 | 7.31 | 34.02 | 4.00 | 7.00 | 9 |

警告—虽然信息来源可靠，但我们不对其准确性作保证。

股票投资指南报告

(版权所有:标准统计集团公司，哈德逊街345号，纽约)显而易见，持有鲍德温机车制造厂的股票和卖出碧翠丝乳品公司的股票的建议完全基于这种观点，即:机车行业前景广阔，而奶制品行业前景则不容乐观。对于前者，前景的好转将持续数年;而对于后者，我们无法从“复苏将是缓慢的”这句话中判断出它将是几个月还是几年。

如果基于本书所述的原理和技术方法，那么证券分析者对于对这两支普通股的分析方法将与上述“股票投资指南报告”所采用的方法有极大的不同—实际上，几乎截然相反。对于碧翠丝乳品公司，分析者的推理可能是这样的:“众所周知，现在的情况不好，近期前景也普遍不被看好。股票价格大幅下降，但是股票的内在价值或永久价值是否有可能远远高于现在受目前情况所支配的低价呢?”

对于鲍德温机车制造厂，分析者将从相反的方向进行推理:

`"1934年的前景无疑比1933年和1932年要好。然而，股票价格已经相当于1932年低价的5倍。考虑到该股在过去io年间的表现并非尽如人意，难道这些前景好得足以使普通股在目前价位下依然那么有吸引力吗?”

C．盈利历史(单位：$1000)*

| 年份 | 鲍德温机车制造厂 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 销售额 | 总资本收益 | 普通股收益 | |
| 1933 | 7730 | -2850 | -5410 | |
| 1932 | 10579 | -2941 | 5478 | |
| 1931 | 20436 | -2982 | -5523 | |
| 1930 | 49872 | 4042 | 1637 | |
| 1929 | 42797 | 3093 | 900 | |
| 1928 | 37214 | 600 | -1104 | |
| 1927 | 49011 | 3400 | 1685 | |
| 1926 | 65569 | 5800 | 4049 | |
| 1925 | 27876 | -500 | -2225 | |

*鲍德温机车制造厂：1933会计年度截止到9月30日，此前年份均为日历年份。除了1925年外．数据都可比。正如第34章讨论的那样，为了反映平均每年达$1，022，000的折旧，我们对1925—1928年间的数据作了调整。1928年的总资本收益是近似值。

碧翠丝乳品公司:1933会计年度截止到1933年8月31日，1932会计年度截止到1933年2月2s日，1925—1931年的计算方、法与后一种计算方法相同。1928年出售证券所得的$389000利润剔除在外。

D.正常年份1925一193D的业绩:

鲍德温机车制造厂的总资本平均收益…………大约琴2900000

鲍德温普通股和认股权证平均收益…………………….…824000

鲍德温普通股平均每股收益(假设认股权证己被行使，公司所获资

金的收益率为6%)………………………………$0.73

绝德温最大每股收益(调整后)…………………$3.17

碧翠丝普通股平均每股收益…………………$6.59

碧翠丝普通股最大每股收益…………………$7.31

注释:由于1925一1932年间碧翠丝乳品公司持续扩张(伴随着股票扩大发行)，普通股每股收益比所有普通股收益更为重要。

E．资产负债表(1932年12月31日)

| 项目 | 鲍德温机车制造厂 |
| --- | --- |
| 流动资产 | 13900000 |
| 流动负债 | 1200000 |
| 净流动资产 | 12700000 |
| 普通股每股有形资产价值 | 26．50 |

注释:鲍德温机车制造厂的营运资本数据作了如下调整:将米德威尔公司的少数股东权益排除在外。鲍德温机车制造厂的普通股的资产价值也根据实施认股权证的假设作了调整。碧翠丝乳品公司普通股的资产价值没有对固定资产在1933年的一项减计作调整，因为该数额没有被记录下来。

针对这些数量表所做的研究表明，人们没有理由相信鲍德温的每股将近$11的普通股还具有内在的吸引力。它较为让人满意的项目只有1926年的收益和帐面价值;但这些项目也许并没有什么特别的意义。从表面上来看，鉴于其拥有大量的优先证券，该股票似乎拥有一个“杠杆”效应(或者称投机性资本结构)。然而实际上，只有当利润超出1926年以来的各个年份时，这种杠杆才能具有真正价值。

对碧翠丝乳品公司而言，它在两个重要项目上的统计结果给人以深刻的印象。首先，在1925一1930年6年期间，它持续拥有可观的每股收益，通常接近目前非12.50价格水平的50%。其次，其每1美元普通股市值所对应的销售额极其可观。即使在1933年奶制品价格低迷的情况下，其1美元普通股所对应的销售额也达到了9美元。1929年该比率大约是18:1。很显然，只要每1美元的销售额有很少的一点利润，现行价格下的普通股收益率就可以达到很高

的水平。

碧翠丝乳品公司所表现出的其他特征也是很有趣的:

1.从技术角度来分析，资本结构赋予了普通股极其有利的投机机会。数额相对较大的高级资本全都是由优先股组成，这样就不会带来公司财务窘迫的危险。

2.以市价计值的巨额有形资产并非毫无意义，但对此也不必过分看重。它关系到这样一个问题:该公司的普通股是否有可能在未来长时期内获得合理的收益?尽管我们正考虑减计固定资产价值，但该结论同样适合于修正情形。

3.假定该项固定资产减计是有充分理由的，这必然意味着:近几年的折旧费用大于其应记数额。与前一年的$1900000相比，截止到1934年2月的这一年里的折旧费用降至$1400OOOo如果截止到1933年2月的那一年同样适用于这个折旧比率，那么该公司那一年普通股将会有一定收益。

4.其营运资本相对于该类企业来说很雄厚，相对于股票价格来说也是如此。

质量因素

A.鲍德温机车制造厂:要对该企业的长期前景或者正常收益水平作出令人信服的结论似乎很难。该行业是基础行业，在过去的一些年里，机车购买率

很低，这必然会累积起大量的需求。但是商业本身毫无规律可言，关于未来业绩的评述与其说是智慧的预测，不如说是一种臆测。

B.碧翠丝乳品公司:该公司的业务似乎有着某种固有的稳定性和持久性。因为对奶制品的需求当然不会象机车需求那样变化不定。尽管供应过剩对售价影响极大，这是我们所不愿意看到的困难局面，但它并不会象其他无数行业那么严重。我们有理由相信，奶制品行业终将象漫长的过去那样，在漫长的未来重新发展起来。1929-1933年间需求的萎缩是大萧条时期的自然现象，几乎不会对未来几年产生不利影响。碧翠丝乳品公司的状况不如两个规模较大的公司—伯顿奶制品公司和国民奶制品公司—那么好，那两个公司产品更加多元化，而且其注册商标也带来了可观的收入。但一旦行业总体状况重新好转，碧翠丝乳品公司的盈利能力很有可能恢复到接近原来最好水平。

这类预测可能会走上歧途，因为在某种程度上命运是掌握在未来的手中。但我们相信，与本书最后这个附录6开始时所引用的“市场忠告”相比，基于这类推理得出的结论从平均和长期来看将带来更为可观的盈利。

注释

1(美国铁路统计报告)洲际商业委员会，华盛顿

特区，1926—1930年(包括首尾两年)，

2.(密歇根商业研究)，第W卷，No..3,1932年

3.前两组的起始检验日期是1908年1月1日。—译注

4.美国华盛顿州西北部太平洋一狭窄而形状不规则之海湾—译注。

5.圣路易斯西南铁路公司的俗称—译注。

6.我们对标准统计集团公司所使用的个别方法的评论，不应当被看作对这个知名组织的全面工作的批评。相反，它的报告的完整性和精确性，以及它在开拓其领域和技术过程中所一贯表现出的锐意进取和虚心精神，很值得高度赞扬。